



LA BOLSA SE ABRE A MÁS EMPRESAS. EL POTENCIAL DEL MAB

ANTONIO GIRALT SERRA

Presidente del Mercado Alternativo Bursátil (MBA)

JESÚS GONZÁLEZ NIETO-MÁRQUEZ

Director Gerente del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

1. LA IMPORTANCIA DE OBTENER CAPITAL EN LOS MERCADOS DE ACCIONES

Desde la perspectiva económica, una de las funciones primordiales del mercado de capitales, y más concretamente de la bolsa es la de contribuir a la financiación empresarial. Al compás del crecimiento y desarrollo experimentado por las bolsas y en función de la situación financiera, las empresas recurren en mayor o menor medida a la vía bursátil como alternativa de financiación de sus inversiones, reforzando sus propios recursos.

Con todo, por regla general, el número de empresas cotizadas es escaso, si se compara con el total de empresas existentes en las distintas economías. Esta característica que se repite con más o menos intensidad en todos los países, según la estructura y composición del tejido empresarial de cada uno de ellos, obedece a las dificultades regulatorias y económicas de acceso a este mecanismo de financiación por parte de las empresas de dimensiones medianas y pequeñas, por otro lado las más numerosas.

Tradicionalmente, aparte de la financiación aportada por los socios de una PYME, la única fuente de financiación empleada ha sido el crédito bancario. Las PYMES españolas no se han acercado al mercado de valores y han consolidado la convicción en la mayoría de los empresarios medianos y pequeños de que no sólo la bolsa no era para ellos, sino que no la necesitaban. Este modelo de financiación es poco sostenible, y hace a las empresas españolas especialmente vulnerables a una contracción del crédito.

Si comparamos la situación española con la de otros países observamos que nuestra dependencia de la financiación crediticia es exagerada, sólo un 20% de la financiación total se realiza vía mercados, mientras ese porcentaje se acerca al 50% en el caso de Alemania o Francia y se eleva al 70% en Estados Unidos. Naturalmente, estos datos son mucho más extremos cuando hablamos de PYMES, cuya exposición a los mercados como herramientas de financiación es muy reducida.

En estas circunstancias, abrir vías para la financiación de la PYME a través de fondos propios se convierte en una necesidad. Sin embargo, como veremos más adelante, han de vencerse algunas barreras o impedimentos, entre los que destaca un cambio de men-



talidad en los propietarios de la PYME, que debe traducirse en una nueva forma de administrar e implementar mecanismos de gobierno de la empresa y de producción de información suficientes para los nuevos y potenciales inversores. En este cambio de mentalidad también ha de perderse el miedo a la posibilidad de pérdida de control en la compañía. Junto a ello, las PYMES que accedan a cotizar en los mercados financieros no han de soportar una excesiva complejidad regulatoria ni afrontar elevados costes explícitos (comisiones, honorarios y tarifas) o implícitos (derivados de la generación de más información); además, los mercados han de poner a su disposición mecanismos de negociación más adaptados a las características de menor liquidez bursátil de las acciones de empresas de menor capitalización.

En este contexto, a la vía de la cotización en la bolsa tradicional, se añadió en 2009 la creación por parte de Bolsas y Mercados Españoles (BME), sociedad que integra a las cuatro bolsas españolas, del Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión (MAB), www.bolsasymercados.es/mab, su objetivo es facilitar el acceso al mercado de capitales a empresas de reducida capitalización que presentan amplias necesidades de financiación, precisan poner en valor su negocio y mejorar su competitividad, con todas las herramientas que un mercado de valores pone a su disposición, con una regulación más flexible, diseñada específicamente para ellas, y unos costes inferiores y unos procesos adaptados a sus singularidades.

En referencia a la financiación, tanto la Bolsa como el MAB constituye un marco muy adecuado para la obtención de recursos propios, vía ampliaciones de capital y OPSs, con los que sustentar el crecimiento/expansión empresarial, uno de los objetivos básicos de las empresas en un entorno cada vez más competitivo. El crecimiento de los recursos propios aporta a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción del riesgo financiero, contribuyendo a mantener el equilibrio entre fondos propios y ajenos.

Las empresas cotizadas tienen además la posibilidad de utilizar sus propias acciones como medio de pago en los procesos de fusión y absorción de otras empresas. Al gozar de liquidez en un mercado, los accionistas de la empresa absorbida pueden optar entre permanecer en la nueva compañía fusionada o vender sus acciones en el mercado en cualquier momento. Esta fórmula ha sido utilizada intensivamente por las grandes empresas cotizadas en bolsa española, cuya financiación obtenida a través de bolsa ha situado a BME en los primeros puestos entre las bolsas internacionales en los últimos años, como puede verse en el siguiente cuadro.



CUADRO 1. FLUJOS DE FINANCIACIÓN CANALIZADOS POR BOLSAS INTERNACIONALES

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bolsa de Nueva York	136.984	280.258	234.177	208.105	111.330	124.244	172.902
Bolsa Española (BME)	116.770	32.378	20.610	36.870	53.286	36.954	42.344
Bolsa de Hong Kong	75.737	54.897	81.367	110.528	63.049	39.375	48.850
Bolsa de Londres	92.209	132.332	103.928	59.874	41.224	n.d.	47.542
Euronext (Europa)	n.d.	195.899	129.197	16.086	20.578	63.874	29.861
Bolsa de Tokio	17.185	13.155	65.905	53.441	20.876	63.874	36.754
Nasdaq OMX	40.425	9.326	7.966	8.243	10.958	23.313	17.418
Bolsa Alemana	n.d.	n.d.	135	839	3.456	4.892	8.183

Fuente: Federación Mundial de Bolsas (WFE).

Nota: incluye ampliaciones de capital, OPVs de acciones iniciales y posteriores y salidas a Bolsa sin OPV.

2. BARRERAS DE ACCESO DE LAS EMPRESAS A LOS MERCADOS DE VALORES

Con carácter previo al análisis de las oportunidades que ofrecen los mercados de valores a las empresas debemos reflexionar brevemente sobre las barreras que han venido encontrando para poder acceder a aquellos.

Cuatro grandes razones se pueden considerar a la hora de explicar este comportamiento. En primer lugar, la abundancia del crédito y la eficacia del sistema bancario en España en los últimos veinticinco años. Segundo, la reticencia de los empresarios a usar una fuente de financiación que pueda poner en peligro el control de su compañía. Tercero, la mayor transparencia que exige la presencia en un mercado organizado, que implica no sólo remitir periódicamente ciertos estados financieros sino informar puntualmente de cualquier hecho que pueda afectar al valor de la compañía. Y por último, la asunción de unos costes económicos directos o indirectos, que en opinión de algunos empresarios pueden resultar excesivos.

Sobre el sistema crediticio español se ha escrito en profundidad en los capítulos anteriores. Basta repetir que su eficacia tradicional ha situado al crédito bancario como la fuente de financiación casi exclusiva de la empresa mediana y pequeña en España, lo que se ha tornado en una debilidad muy peligrosa con la llegada de la crisis.

Ha quedado claro en los últimos años que esta dependencia excesiva debe compensarse con una mayor apertura a otras fuentes de financiación, empezando por aquellas vinculadas al capital de las compañías. Y en particular, debe fomentarse el acceso de las empresas a los mercados de valores.

En cuanto al peligro de perder el control de la compañía por haber salido a bolsa, se trata sin duda de un mal entendimiento de la normativa bursátil. Para salir a bolsa solo hace falta que la difusión accionarial entre inversores sea del 25% del capital. Y en el



MAB ese requisito se reduce a una cifra concreta, dos millones de euros. Nadie está obligado a ceder más porcentaje del control que éste.

La tercera barrera sería la necesaria presentación de una mayor información que pueda ser aprovechada por terceros en contra de la propia empresa o sencillamente, resulte muy complicada de reunir.

Una empresa que sale al mercado a financiarse debe cambiar su mentalidad en relación a dos áreas principales: cómo se va a administrar para tener en cuenta a sus nuevos socios (gobierno corporativo) y cómo va a producir y distribuir la información financiera que estos y otros socios potenciales necesitan para tomar sus decisiones. Este cambio es en primer lugar un cambio en la actitud, en la filosofía, en la cultura de la empresa. Pero también debe acompañarse de los necesarios procedimientos para que su gobierno y su transparencia se impliquen en el día a día de la compañía y el circuito de información fluya adecuadamente.

A pesar de todo, debemos reconocer que la legislación bursátil se ha diseñado pensando en las empresas más grandes, cuyo accionariado es el más difundido. En un contexto normativo cada vez más exigente, las empresas más pequeñas, con menor capacidad de producción de información sofisticada y menos recursos que dedicar a su asesoría jurídica, no han merecido un tratamiento en la normativa bursátil adaptado a sus capacidades.

Por último, en cuanto a los costes, no puede menospreciarse su importancia pues, en el extremo, para una empresa muy pequeña (p.ej. una que desee obtener 10 millones de € en su salida al mercado) pueden alcanzar un 10% de los recursos obtenidos. Sin embargo, los costes se pagan una sola vez y en las ampliaciones de capital posteriores se reducen sensiblemente. Además, se detraen del capital obtenido, por lo que en cierto modo son los nuevos accionistas los que pagan. La competencia que irá surgiendo en torno a estos mercados para empresas pequeñas cabe esperar que reduzca estas cifras.

3 MERCADOS ALTERNATIVOS DE EMPRESAS DE ALTO CRECIMIENTO EN EUROPA. EL MAB. REGULACIÓN COMPARADA

3.1. MERCADOS ALTERNATIVOS PARA EMPRESAS DE ALTO CRECIMIENTO EN EUROPA

Los mercados bursátiles alternativos para empresas de reducida capitalización están comenzando a encontrar su sitio en Europa continental. Si hasta hace poco solo los países anglosajones contaban con mercados de distintas características orientados a empresas en crecimiento de tamaño pequeño y mediano que pudiesen calificarse de exitosos, como el Nasdaq en alguna medida o el AIM británico, en los últimos años en Europa continental comienzan a extenderse experiencias que tratan de abrir hueco en los mercados bursátiles a empresas de tamaño reducido.

Esta es la clave del MAB y la alternativa que desde hace años está funcionando en otros países y ha beneficiado a muchas compañías. Una buena referencia es el mercado alternativo londinense, AIM, con una antigüedad de 19 años, por el que han pasado más de 3.000 compañías. En diciembre de 2013, no alcanza este número, sino que ronda las



1.100 debido a la rotación de compañías existente, lo cual es lógico: nos tendremos que acostumbrar a que las compañías vayan al mercado, crezcan, se fusionen, y muchas no tengan éxito, y desaparezcan. Esto es, la movilidad de las compañías en este tipo de mercados es importante.

El AIM inició su andadura en 1995 como un mercado dedicado a empresas del Reino Unido que no tenían los recursos, ni el tamaño ni la notoriedad suficiente para poder acceder a un mercado de capitales. Después de los 10 primeros años dedicados por completo a empresas británicas comenzó a ofrecer acceso a las empresas internacionales también. El carácter internacional, impulsado por la condición de Londres como plaza financiera global es posiblemente la mayor diferencia de AIM respecto a otras alternativas.

AIM cuenta con una gran experiencia, una regulación consolidada, el apoyo del gobierno y unos asesores (auditores, abogados, consejeros) que llevan años dedicándose a este tipo de empresas. Pero sobre todo, cabe destacar la mentalidad avanzada del inversor y el empresario anglosajón en lo referente a mercados de valores. Se prima la innovación, el carácter emprendedor competitivo y transparente. A diferencia de la forma de entender de Europa continental, el anglosajón suele crear una empresa con intención de abrir su accionariado, si eso le ayuda a crecer y no rechaza la idea de venderla y comenzar con otra, si el precio es adecuado. El «free-float» o porcentaje de acciones en manos del público supera el 65% en la mayoría de las empresas de AIM, cosa que no sucede en Europa continental, donde la proporción es la contraria. La capitalización total del AIM es de 76.000 millones de libras.

Es importante resaltar la participación relevante de pequeños inversores minoristas, que han llegado a representar el 54% de la base de clientes.

El otro referente en Europa es Alternext, el mercado alternativo creado en 2005 por NYSE Euronext en Francia, que cuenta en diciembre de 2013 con 184 compañías y una capitalización de 7.200 millones de euros.

Ambas experiencias son un buen precedente y un acicate adicional para desarrollar un mercado en España que cubra el segmento empresarial análogo.

3.2. EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB): DEFINICIÓN, CONDICIONES DE ACCESO E INFORMACIÓN PÚBLICA

El MAB no es la bolsa tradicional. Es más bien una bolsa paralela a la bolsa. Al amparo de la última regulación de directivas comunitarias, se denomina Sistema Multilateral de Negociación (SMN). Es un mercado promovido por BME y supervisado por la CNMV. La regulación del MAB no es la que se aplica tradicionalmente a las compañías que cotizan en Bolsa. Esto ocurre tanto en España como en otros países. Por lo tanto, no está pensado para empresas muy grandes con grandes estructuras y equipos donde el tamaño permite dedicar grandes recursos a satisfacer abundantes exigencias regulatorias. Está pensado para empresas más pequeñas.

La regulación de este mercado ha sido diseñada específicamente para ellas. Los costes y los procesos que apareja la cotización en el mercado también están adaptados a esas características.



Las compañías que soliciten su incorporación al MAB deberán ser sociedades anónimas que estén comercializando productos o servicios y que cumplan los siguientes requisitos:

- Cuentas auditadas, bien en el estándar contable nacional, bien en Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o *US GAAP*.
- Contar con una parte de su capital en manos de accionistas minoritarios, cuyo valor estimado supere los dos millones de euros. Esta mínima difusión previa, caso de no contarse con ella antes de cotizar en el MAB, podrá alcanzarse mediante una oferta de venta o suscripción simultánea a la incorporación. No hay, pues, un tamaño mínimo, sino una difusión mínima.
- Designar, con carácter permanente, un Asesor Registrado: que les ayude tanto en la salida como durante su permanencia en el mercado.
- Designar un proveedor de liquidez: suscribir un contrato con un intermediario financiero que facilite la negociación.

En el momento de su incorporación al mercado y dependiendo de las características de la colocación (OPV, OPS, oferta privada, etc.) es necesario facilitar una documentación informativa inicial que permita a los inversores formarse un juicio correcto de la situación financiera y jurídica de la compañía, de sus estrategias y perspectivas.

Recibida la solicitud y previa valoración de la idoneidad de la compañía por parte del Asesor Registrado, el MAB evaluará los requisitos exigidos y decidirá, en su caso, su tramitación e incorporación.

Con independencia de los anteriores requisitos formales las empresas que soliciten su incorporación al MAB deberán asumir un nivel de transparencia adecuado; nivel que va a implicar un cambio profundo en la mentalidad de los accionistas de referencia, en los órganos de gobierno y sus formas de actuación, a través de diferentes mecanismos. No se trata sólo de cumplir las normas establecidas, sino de actuar siempre pensando en los accionistas que ahora van a acompañar a la empresa y que merecen el máximo respeto y atención.

Con carácter periódico la compañía tendrá que facilitar al mercado información financiera y contable. Cada semestre remitirá los Estados financieros no auditados, y en su caso, las previsiones de negocio y grado de cumplimiento y con carácter anual, los estados financieros auditados.

Adicionalmente, la compañía deberá comunicar de inmediato los hechos relevantes que se produzcan, es decir, aquellas circunstancias o acontecimientos que puedan afectar al precio de la compañía. En este punto es muy importante la labor de orientación y la sensibilidad que aportará el Asesor Registrado, que ayudará a la empresa a distinguir qué hechos deben considerarse relevantes y cuándo comunicarlos.

Todas las informaciones exigibles a la compañía, al margen de las obligaciones que establezca la legislación general, deberán remitirse al MAB, previa revisión del Asesor Registrado y publicarse en la página web de la empresa para su mejor difusión. También el MAB las difundirá a través de su página en internet.



Como se puede ver, el procedimiento y la forma de incorporar las empresas al mercado es similar al proceso habitual que se sigue en la Bolsa, si bien aparecen nuevos actores y cambian agentes ante quienes hay que sustanciar los expedientes, pues la gestión del contacto con la compañía se lleva a cabo desde el MAB si no hubiera oferta pública y la intervención de la CNMV aparece más en el ámbito supervisor.

3.3 REGULACIÓN COMPARADA

Muchos elementos del diseño del AIM británico o el Alternext francés encajan bien en la mentalidad y las necesidades de empresa e inversores españoles y, en este sentido, se han tenido en cuenta en el diseño del MAB. Como es natural, otras peculiaridades aportan menos ventajas o tienen difícil cabida en la normativa española. En todo caso el diseño normativo de los tres mercados (AIM, Alternext y MAB) es muy similar, como puede comprobarse en el siguiente cuadro. Quizás pueda decirse que MAB es algo más exigente con la difusión accionarial previa, al exigir un «free-float» superior a los 2 millones de € y con la necesidad de que el negocio desarrollado por la empresa candidata ya esté en marcha y no sea sólo un proyecto.

CUADRO 2. REGULACIÓN DE LOS PRINCIPALES MERCADOS ALTERNATIVOS EUROPEOS

Concepto	AIM	ALTERNEXT	MAB
Año de inicio del mercado	1995	2005 Paris 2006 Bruselas y Ámsterdam	2009
Nº de empresas listadas (Dic. 2013)	1.087 empresas	184 empresas	23 empresas
Capitalización bursátil (Dic.2013)	75.928 millones libras	7.163 millones USD	1.677 millones €
Requisitos de admisión y registro exigibles a la empresa emisora	<ul style="list-style-type: none"> • No exige mínimo de <i>free-float</i>. • No exige nº mínimo de accionistas. • No exige antigüedad (<i>track record</i>) • “Admission document” o folleto aprobado FSA. • Designar Nominated Advisor • Designar Broker 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Free-float</i>: 2,5 M € si OPV o colocación privada. • Nº de accionistas: al menos 5 no relacionados. • Cuentas auditadas de los dos últimos ejercicios. • “Offering Circular” o folleto aprobado por AMF • Designar Listing Sponsor • Broker voluntario 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Free-float</i>: 2 M € si OPV o colocación privada • Nº mínimo accionistas: varios (sin definir) • Cuentas auditadas tres últimos ejercicios. • Documento Informativo o folleto ante CNMV • Contar con un asesor registrado. • Designar un proveedor de liquidez.

(Continúa)



CUADRO 2. REGULACIÓN DE LOS PRINCIPALES MERCADOS ALTERNATIVOS EUROPEOS (Continuación)

Información Periódica	<ul style="list-style-type: none"> • Estados financieros anuales auditados. • Informes semestrales. 	<ul style="list-style-type: none"> • Estados anuales auditados. • Informes semestrales 	<ul style="list-style-type: none"> • Estados anuales auditados • Informes semestrales
Información Puntual	<ul style="list-style-type: none"> • Transacciones sustanciales. • Transacciones con partes relacionadas. • Toma de control inversa (<i>reverse takeover</i>). • Cambios sustanciales en el negocio. • Agregación de transacciones. • Otra información sobre gobierno corporativo, accionistas de referencia, cambios en directores, denominación, domicilio, etc. 	<ul style="list-style-type: none"> • Información relevante • Cambios en la propiedad • Operaciones de la dirección. 	<ul style="list-style-type: none"> • Toda información relevante (concepto LMV) • Participaciones significativos (+ de 10%) • Operaciones realizadas por administradores y directivos (+ de 1%) • Pactos parasociales que afecten a transmisibilidad o afecten al derecho a voto.
Web	Si	Sí	Sí

4. EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE LA FINANCIACIÓN DE EMPRESAS MEDIANAS EN LA BOLSA Y EL MAB

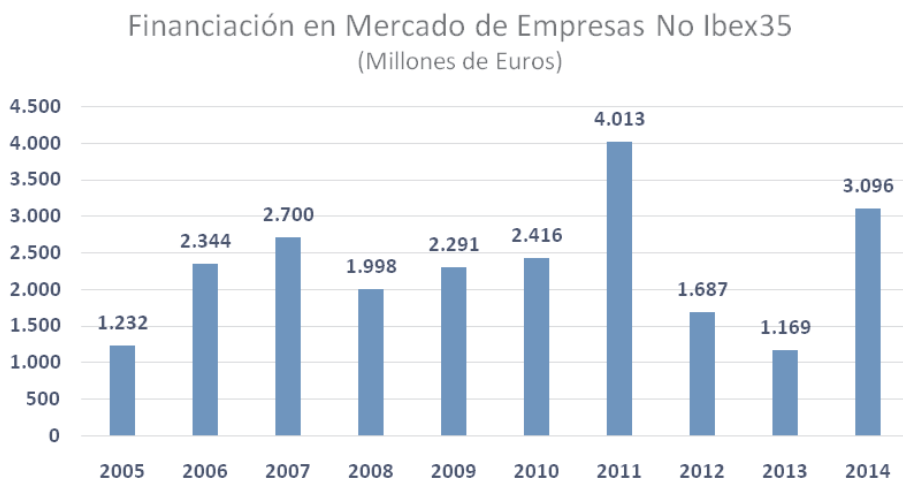
Puesto que la problemática del acceso al mercado de capitales de las empresas pequeñas no es nueva, es justo mencionar el caso aquellas que, a través de diversas fórmulas, sí lo han hecho. Hay muchas empresas medianas españolas que han accedido al mercado bursátil y lo han utilizado de modo eficaz. Si analizamos el siguiente cuadro, podemos afirmar que la bolsa también ha financiado de modo abundante y en coyunturas difíciles a empresas no tan grandes, que no figuran en el índice Ibex35. Otra cosa es que, al cabo de los cambios que han experimentado las bolsas en las dos últimas décadas, pueda reconsiderarse si están cotizando en el mercado adecuado a sus necesidades y capacidades, habiendo ya otras alternativas a su alcance, como el MAB.

Cuando nos referimos en este artículo a empresas pequeñas en bolsa no queremos decir «small caps», cuyo valor de mercado (capitalización) puede oscilar entre los 150 y los 1.000 millones de euros, sino «micro caps», de valor inferior a los 150 millones de euros.

La experiencia del MAB desde su inicio en julio de 2009, es decir con una historia de poco más de cinco años, presenta un balance satisfactorio y permite afirmar que ofrece una ventana recurrente de financiación, a través de recursos propios, en el mercado de valores español, también para las pequeñas y medianas empresas en expansión. De este modo, sobre todo en períodos complicados para la obtención de recursos, el MAB se presenta como una herramienta de financiación eficaz, para aquellas empresas con proyectos de crecimiento atractivos.

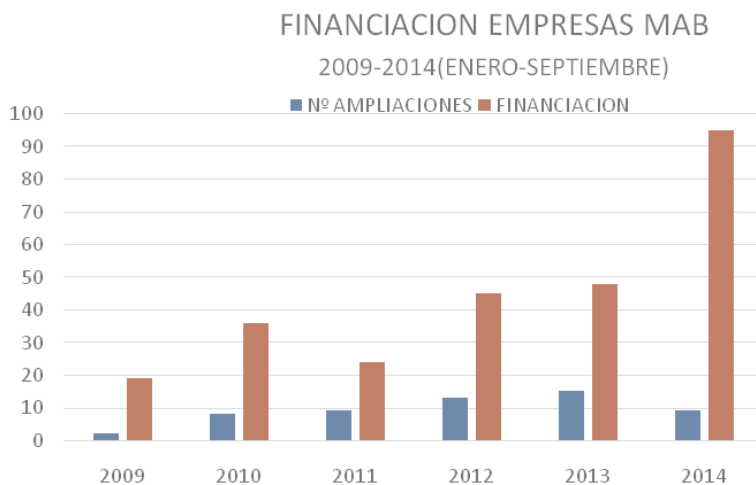


CUADRO 3. AMPLIACIONES DE CAPITAL DE VALORES NO INCLUIDO EN EL IBEX 35



El conjunto de compañías que han accedido al MAB han obtenido coincidiendo con su salida al mercado algo más de 84 millones de euros y desde su inicio hasta septiembre de 2014, más de la mitad de esas compañías, concretamente 14, han realizado ampliaciones de capital posteriores a su incorporación por un importe conjunto de 183 millones de euros, que se ha venido a sumar a los que obtuvieron con la salida al MAB.

CUADRO 4. FINANCIACIÓN EMPRESAS MAB





En total, más de 267 millones de euros de nuevos recursos para financiar la expansión, fusión y absorción de otras empresas e intercambios accionariales son las finalidades de estas operaciones financieras, que refuerzan y proyectan al futuro el papel del MAB como alternativa de financiación del crecimiento de empresas de reducida capitalización.

5. RETOS Y PROPUESTAS PARA INCREMENTAR EL PAPEL DEL MAB Y LA BOLSA EN LA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS MEDIANAS Y PEQUEÑAS

En este apartado nos centraremos en cómo abordar los principales retos para facilitar la financiación de las empresas medianas y pequeñas en los mercados de acciones, tanto la bolsa como el MAB. Para ellos aportaremos algunas propuestas en varios campos.

La demanda de acciones emitidas por pequeñas compañías es el punto más débil en la estructura actual del mercado de valores español. Los inversores perciben las compañías pequeñas como una opción más arriesgada que las grandes. En consecuencia, exigen un rendimiento mayor o lo que es lo mismo, ofrecen una valoración menor para compensar el riesgo extra. Adicionalmente, un tamaño pequeño y un porcentaje limitado del capital disponible para invertir implican una liquidez reducida. Ambos factores hacen difícil atraer inversión para empresas jóvenes, incluso con alto potencial de crecimiento. El número de inversores dispuestos a asumir riesgos mayores y dificultades de liquidez es demasiado pequeño: existe lo que en términos académicos se denomina un «fallo de mercado»¹. Este no es un problema exclusivo de España.

En los Estados Unidos las salidas a bolsa de empresas pequeñas (operaciones menores a 25 mill. USD) casi han desaparecido: se dividieron por diez a finales de los noventa y ya no se han vuelto a recuperar. Sólo parece haber dinero para el sector de las TIC.

En Gran Bretaña y Francia la situación se ha complicado también desde 2008. El AIM (Alternative Investment Market) ha perdido casi un tercio de sus empresas y el francés Alternext ha sufrido una fuerte ralentización. A pesar de ello, ambos mercados cuentan con cierta masa crítica inversora, que se reparte entre inversores institucionales especializados e inversores particulares.

Puesto que el reto más importante es la falta de demanda inversora, las propuestas de este capítulo se centran en el lanzamiento de fondos especializados y la elaboración de incentivos fiscales que animen a los inversores a considerar estos valores como objetivo para sus carteras. Adicionalmente, ayudaría mucho la creación de un fondo público con el objetivo de invertir en este tipo de compañías. Estas iniciativas están presentes en los dos mercados europeos de referencia. Ambos se han visto alentados con estructuras adecuadas de inversión y con incentivos fiscales muy atractivos, que durante años han impulsado un flujo de dinero privado hacia estos valores pequeños.

¹ En «Pequeña y Mediana Empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación» (Fundación Estudios Financieros, 2012) Crespo y G^a Tabuena ofrecen una síntesis de la abundante literatura académica.



Por otra parte, una mejora en el análisis de la información de estas compañías ayudaría a muchos inversores a seleccionar con responsabilidad aquellos valores que mejor se adapten a su perfil y a considerar el riesgo de la inversión con mayor conocimiento. Dos razones explican la falta de atención a estos valores por parte de las casas de análisis. Primera, la evolución de la estructura de los mercados de valores y sus intermediarios, progresivamente más centrados en valores muy grandes, con fuerte liquidez, que puedan proporcionarles masa crítica suficiente para mantener sus comisiones; y segunda, la reducción de estructura forzada por la crisis, que ha exacerbado esta tendencia y ha provocado el abandono de estos valores por buena parte de las firmas bursátiles.

INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA ESPECIALIZADAS EN INVERSIÓN EN EMPRESAS MEDIANAS Y PEQUEÑAS NEGOCIADAS EN EL MAB O EN LA BOLSA

Uno de los mayores problemas para el desarrollo de los mercados alternativos es la escasez de demanda y en particular la ausencia de vehículos especializados gestionados por profesionales, que permitan generar un flujo de financiación estable para las empresas medianas y pequeñas.

Se trata de una barrera que también afecta a las empresas medianas que consiguen cotizar en las bolsas oficiales. Hay pocos inversores dispuestos a comprar valores con una liquidez potencialmente baja. Y los que lo hacen a veces no están preparados para ello y a menudo se centran en obtener altos rendimientos en el corto plazo con el consiguiente riesgo.

Un estudio publicado en junio de 2014 bajo el auspicio de la City of London y Paris Europlace destaca la necesidad de potenciar una implicación mucho mayor por parte de inversores institucionales de largo plazo en este tipo de valores. Compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos de inversión y otros inversores como «family offices» o fondos soberanos podrían jugar un papel mucho más protagonista en la financiación de empresas medianas y pequeñas. Para incentivarlo el estudio recomienda actuar en varios frentes: examinar los estándares regulatorios, perfiles de riesgo y prácticas de mercado sería imprescindible.

En este sentido, es necesario crear los vehículos adecuados para que tengan acceso eficiente y seguro a dichos mercados de valores no sólo los grandes inversores, que disponen de los medios e instrumentos necesarios sino también el pequeño inversor que carece de ellos. A estos efectos, no sólo a nivel nacional sino internacional, los instrumentos que se han mostrado como los idóneos son los de inversión colectiva, tanto en su forma jurídica de fondo como de sociedad.

Para ello, creemos que sería sencillo introducir una modificación en la regulación española de Instituciones de Inversión Colectiva para definir un nuevo tipo de instituciones especializadas en valores medianos y pequeños, muchos de ellos negociados en mercados alternativos (sistemas multilaterales de negociación).

Estas nuevas instituciones de inversión colectiva se podrían enmarcar en las actualmente llamadas de inversión libre o alternativa y sus características serían:



a) Deberían invertir un porcentaje mayoritario (60% por ej.) de su patrimonio en valores negociados sistemas multilaterales de negociación de la UE, dejándoles un porcentaje restante (40%) que puedan invertir libremente en otros activos que les proporcionen una rentabilidad hasta que maduren sus inversiones obligatorias. Es decir, habrían de especializarse en valores cotizados en mercados alternativos, tanto de acciones como de renta fija. Pero una parte de su cartera podría también invertirse en bolsas oficiales, lógicamente también en valores medianos o pequeños cotizados en estos.

b) Se establecerían unos capitales y patrimonios inferiores a los generales de la inversión colectiva, en consonancia con los que existen en otros países de nuestro entorno, que permita la creación de estas instituciones en un nivel proporcional a los mercados y a las empresas en que van a invertir. Por ejemplo, podría crearse un fondo de inversión con un millón de euros de patrimonio mínimo en lugar de los tres millones exigibles a los fondos tradicionales.

c) Se permitiría su comercialización, en las condiciones legalmente establecidas entre toda clase de inversores si bien, para los que no tengan la condición de profesionales, podría ser conveniente establecer un límite máximo de inversión inicial a los efectos de limitar ésta hasta que conozca mejor el vehículo inversor.

d) Dada su condición de instituciones de inversión colectiva de inversión libre, se establecerían unos períodos más amplios que los que con carácter general establece la legislación vigente para el cálculo del valor liquidativo de las instituciones que no tienen tal carácter de inversión libre, puesto que el mayor porcentaje de su activo estará integrado por valores incluidos en sistemas multilaterales de negociación, cuya liquidez previsible es inferior a la de los valores cotizados en las bolsas. Por ejemplo, un período de un mes, ampliable a tres meses cuando así lo exijan las inversiones específicas. Acorde con ello se establecerían los plazos para suscripciones y reembolsos.

Esta característica es esencial, toda vez que el gestor del fondo ha de contar con margen de tiempo suficiente, tanto para invertir como para desinvertir, habida cuenta de la posible reducida liquidez de los valores objetivo.

Es importante, por tanto, que también los inversores sean conscientes de que la liquidez de este tipo de fondos no serían tan inmediata como la de los fondos tradicionales. En lugar de reembolsar sus participaciones en un día podría tener que esperar un mes o incluso más.

e) Se establecerían por último unos límites de concentración de la inversión acordes con los activos en que se va a invertir, tanto por lo que respecta a la inversión en una misma sociedad como en un grupo. Un 10% de concentración en un mismo valor sería un límite razonable.

INCENTIVOS FISCALES NECESARIOS PARA LA INVERSIÓN

Un incentivo fiscal ha demostrado ser la fórmula más eficiente para atraer fondos dispuestos a asumir un mayor riesgo en valores muy poco líquidos, pero esenciales para el crecimiento de la economía y la creación de empleo. Gran Bretaña y Francia llevan aplicándolos desde hace 17 y 7 años, respectivamente y la capacidad de sus PYMES de



financiarse en mercados de valores es una realidad². En Francia los fondos FCPI, incentivados fiscalmente, han recaudado más de 6000 millones de euros para PYMES innovadoras desde su lanzamiento en 1997. Es imprescindible un incentivo fiscal muy atractivo para invertir en las empresas pequeñas que coticen en el MAB o incluso en la Bolsa.

Para inversores personas físicas se propone el siguiente esquema:

- 1º Deducción en la cuota íntegra del IRPF de cierto porcentaje de las inversiones estables aportadas a través de ampliaciones de capital u ofertas públicas de compañías del MAB.
 - Idealmente a través de los mencionados fondos especializados en PYMES, que se creen con objeto de invertir en compañías MAB que capten capital vía ampliaciones u ofertas públicas. Adicionalmente, también se beneficiarían las inversiones realizadas de modo directo, suscribiendo como accionista individual la ampliación de la compañía MAB, a modo de «Business Angel».
- 2º Diferimiento en las plusvalías si se reinvierte en estos fondos especializados o en nuevas ampliaciones de compañías MAB.

Por su parte, para inversores personas jurídicas se debería asimilar a los beneficios fiscales del capital riesgo el tratamiento de las plusvalías en el Impuesto de Sociedades (exención del 99% cuando la desinversión se produzca transcurrido más de un año) y deducción plena de la doble imposición en dividendos recibidos de estas empresas.

A partir de experiencia ya acumulada en el MAB, estimamos que el impacto de estos incentivos sobre las cuentas públicas sería neutro o incluso positivo. En cambio, fomentarían la creación de empleo y el aumento de la facturación y de los beneficios en las empresas incluidas en su objetivo de inversión.

CREACIÓN DE UN FONDO PÚBLICO QUE PARTICIPE EN LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL DE EMPRESAS MAB, INICIALES O POSTERIORES

Esta inversión podría acompañar a la inversión privada, tanto en el momento inicial de salida al mercado o en ampliaciones posteriores, propiciando un proceso de co-inversión que generaría una confianza mutua entre ambos tipos de inversores. Podría considerarse la aportación de capital nuevo o también redireccionar parte del capital ya captado por fondos de capital riesgo públicos.

Un fondo público tiene menos presión en el corto plazo desde sus partícipes, y puede centrarse en empresas más pequeñas y con ciclo de maduración más largo. Además, tiene mayor capacidad para incorporar criterios sociales para la inversión, como la creación de empleo o el fomento de la innovación³.

² Véase el trabajo de la CNMV «El acceso de las PYMES con potencial de crecimiento a los mercados de capitales» (Arce, López y Sanjuán, 2011).

³ Como ejemplo en este sentido puede citarse el fondo de capital riesgo creado por el ICF (Instituto Catalán de Finanzas), dotado con 10 millones de euros para invertir en ampliaciones de capital de empresas catalanas cotizadas en el MAB.



Para ponerlo en contexto, la inversión pública aportó al capital riesgo más de la mitad de los fondos obtenidos desde España. En concreto, 378 millones de euros en 2012 y 170 millones en 2013. En 2013 se lanza la iniciativa Fond-ICO Global, un fondo dependiente del ICO que pretende inyectar en el capital riesgo español 1.200 millones de euros entre 2014 y 2017 en cerca de 40 gestoras.

PROMOCIÓN DEL ANÁLISIS INDEPENDIENTE SOBRE VALORES MEDIANOS Y PEQUEÑOS COTIZADOS EN BOLSA O EN EL MAB Y MEJORA DE LA INFORMACIÓN DISPONIBLE DE LOS MISMOS

Los inversores consideran esencial contar con este tipo de análisis, que sin embargo no se produce para valores muy pequeños, al no resultar rentable para las casas de análisis. Las compañías esperan recibir cobertura, pero si su tamaño no lo merece, deben buscarla activamente e incluso pagar por ella.

En este sentido, se enmarca la puesta en marcha de *InResearch* un servicio de análisis independiente para compañías cotizadas promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF).

La dotación de una partida pública anual, aún modesta, para favorecer una cobertura de análisis independiente de calidad podría contribuir a esa promoción.