



FINANCIACIÓN DE LA PYME EN EL MERCADO FINANCIERO ESPAÑOL. LA EXPERIENCIA Y PROYECCIÓN DEL MAB

Antonio Giralt
Jesús González Nieto
Mercado Alternativo Bursátil

RESUMEN EJECUTIVO

Este capítulo analiza cómo las PYMES pueden acceder al mercado de valores y beneficiarse así de las ventajas que hasta ahora eran exclusivas para empresas más grandes. La financiación es la primera razón que anima a estas compañías a acercarse al mercado, si bien reciben otros beneficios no menos importantes.

El capítulo comienza preguntándose los motivos por los que hasta hace poco las empresas pequeñas no cotizaban en el mercado de valores. A continuación, se presenta el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), la alternativa española para PYMES, cuya primera compañía comenzó a negociar en 2009. Se definen sus características y condiciones, la experiencia de los dos primeros ejercicios, que puede calificarse de satisfactoria, y por último se analiza el enorme potencial del MAB, a la vista del amplio universo de compañías destinatarias y se reflexiona sobre la necesidad de incentivos económicos, en particular fiscales que impulsen la demanda de inversión hacia este tipo de compañías, imprescindible para cerrar este círculo de financiación tan importante para la PYME española.

1. ¿POR QUÉ LAS PYMES NO HAN ACCEDIDO AL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL? ¿Y A OTROS MERCADOS EUROPEOS?

Antes de analizar cómo las PYMES pueden financiarse en el mercado de valores español quizás

sea conveniente comenzar estudiando por qué hasta ahora apenas se han acercado al mismo. Tradicionalmente la pequeña empresa española ha sido ajena por completo a cualquier financiación que no fuese la del crédito bancario. Este hecho, que se ha considerado siempre una característica inamovible de la financiación de estas empresas, las convierte en especialmente vulnerables a una contracción del crédito relevante, como la que ahora atravesamos.

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.

Veremos también en este apartado hasta qué punto la afirmación de que las PYMES no se financian en el mercado de valores español es cierta, o dicho de otra manera, si la bolsa ha conseguido financiar en algún momento a este tipo de empresas. Para terminar, repasaremos brevemente qué alternativas han encontrado las



PYMES de otros países europeos en otros mercados diseñados a su medida.

1.1. ABUNDANCIA EXCESIVA DE CRÉDITO BANCARIO

Las PYMES españolas no se han acercado al mercado de valores porque tradicionalmente no les ha hecho falta. La reticencia histórica de endeudamiento de muchas empresas familiares y la oferta de crédito aparentemente inagotable por parte de las entidades financieras han consolidado durante los últimos veinticinco años 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.

La evolución del endeudamiento de las empresas en los últimos años ha exacerbado esta tendencia. El modelo económico español de la última década combinó crecimiento, en buena medida basado en los sectores construcción e inmobiliario, junto con financiación internacional capturada por entidades financieras y traspasadas principalmente a los mencionados sectores. La consecuencia ha sido que el endeudamiento de las empresas no financieras se ha multiplicado por diez desde 1986. Sólo en la pasada década se ha triplicado, pasando de medio billón a un billón y medio, el 140% del PIB (ver gráfico 1).

GRÁFICO 1. ENDEUDAMIENTO EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS (% PIB)



Fuente: Cuentas Financieras Economía Española. Banco de España.

Este modelo de financiación es poco sostenible, sobre todo porque no se ha visto compensado con una financiación complementaria a través de los mercados financieros. Eso hace a las empresas españolas especialmente vulnerables a una contracción del crédito. La desproporción de la financiación crediticia en comparación de la financiación a través de bonos y obligaciones es

evidente. Como puede apreciarse en el gráfico 2, el saldo vivo de bonos era de 27.000 millones de euros en el primer trimestre de 2011, mientras el saldo vivo de préstamos superaba los 1.459.000 millones.

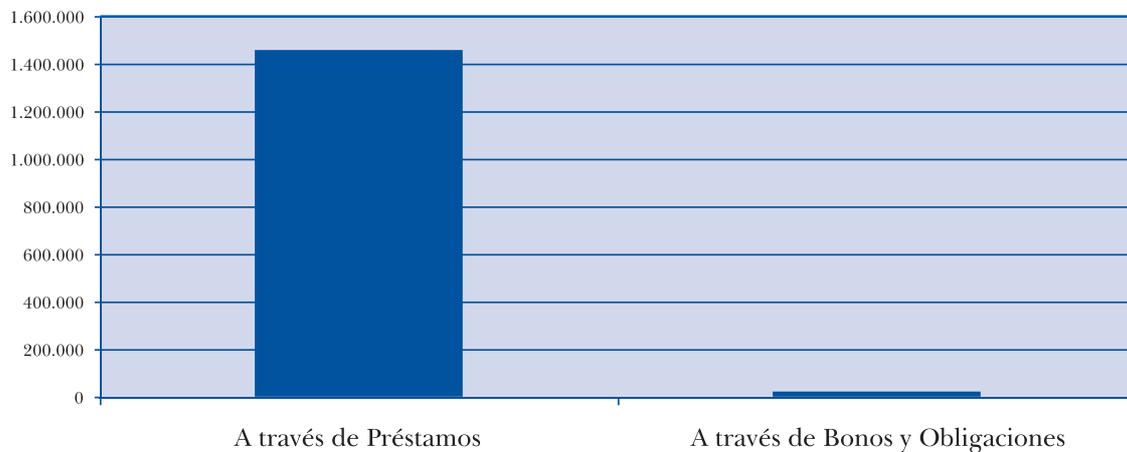
Si comparamos la situación española con la de otros países observamos que nuestra dependencia de la financiación crediticia es exagerada,



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, como refleja el gráfi-

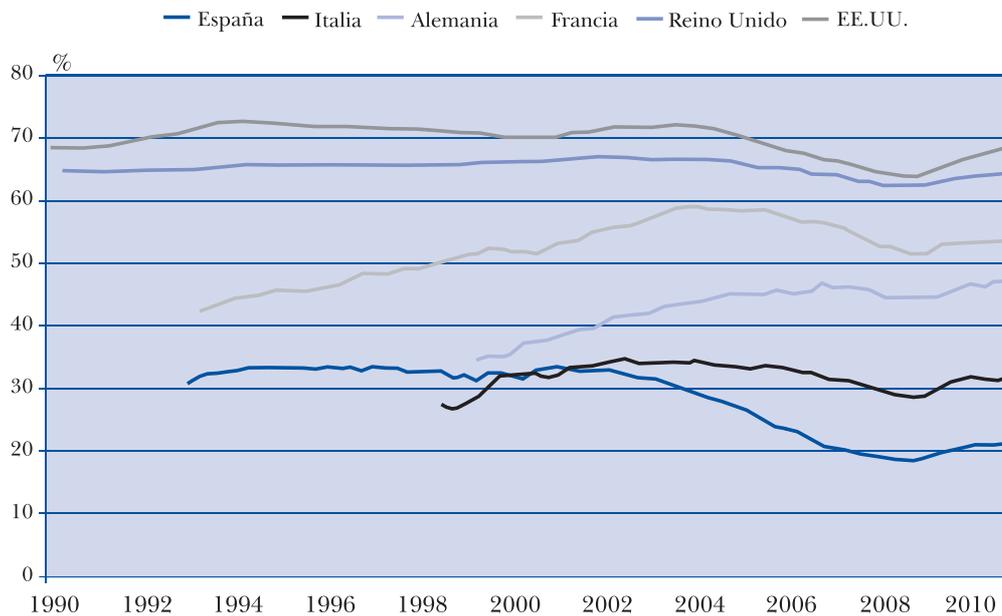
co 3. Naturalmente, estos datos son mucho más extremos cuando hablamos de PYMES, cuya exposición a los mercados como herramientas de financiación es casi nula.

GRÁFICO 2. CÓMO SE FINANCIAN LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN ESPAÑA
SALDOS VIVOS DE PRÉSTAMOS Y BONOS
Volúmenes en millones de euros al cierre de 1º T 2011



Fuente: Banco de España. Cuentas Financieras.

GRÁFICO 3. PESO RELATIVO DE LA FINANCIACIÓN DE MERCADO
FRENTE AL CRÉDITO BANCARIO



Fuente: CNMV, Bancos Centrales y Dealogic.



1.2. COMPLEJIDAD REGULATORIA Y EXCESIVA TRANSPARENCIA

Uno de los obstáculos que cierto porcentaje de empresas en general y en particular PYMES han señalado tradicionalmente a la hora de acercarse al mercado es la carga regulatoria y la excesiva exposición de información sensible ante la competencia. En lenguaje coloquial, salir a bolsa equivale a «complicarse la vida» en opinión de muchos empresarios.

Es cierto que 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. Es decir, no basta con la predisposición de los administradores sino que deben implementarse unas mecánicas de gobierno y de producción de información suficientes.

La distancia entre una compañía cotizada y otra que no lo está, pese a ser considerable, se ha acortado en la última década. Las obligaciones que establece la legislación mercantil para las sociedades de capital, en particular las de mayor tamaño, son mayores cada vez. La convicción de que cualquier compañía tiene una cierta responsabilidad social, al margen de la composición de su accionariado, ha ido introduciendo una dosis creciente de transparencia. Incluso la adopción voluntaria de un conjunto elemental de reglas de gobierno interno responsable se ha ido haciendo menos excepcional en los últimos años.

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. La pauta marcada por la legis-

lación comunitaria también ha apuntado en la misma dirección, que a su vez venía influenciada por la tendencia norteamericana, cuya carga normativa se intensificó con la Ley Sarbanes-Oxley, publicada como reacción a los escándalos Enron, Worldcom y otros. En ese entorno no parece que las empresas más pequeñas, con menor capacidad de producción de información sofisticada y menos recursos que dedicar a su asesoría jurídica, hayan merecido un trato diferente en la normativa bursátil.

La necesaria adopción de Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), el cumplimiento del código unificado de gobierno corporativo y la redacción de los informes consecuentes, la presentación de información financiera con carácter trimestral y ciertas disposiciones relacionadas con la ley de transparencia son las principales cargas que, desde la experiencia del trato con centenares de compañías, hemos detectado cuando se trabaja con empresas pequeñas.

A la vista de todo ello, ya en los años noventa comienzan a aparecer mercados con una regulación menos exigente, pensados más para las empresas pequeñas. Las experiencias han tenido un éxito dispar. Algunos han acertado en su regulación y han sabido reforzar la exigencia elemental que la propia comunidad inversora trasladaba a la empresa que requería su dinero. Es el caso de AIM. Otros confundieron regulación para PYMES con regulación escasa y asumieron que el inversor sabría distinguir solo y decidir en consecuencia, aun sin información. Hoy han desaparecido, como algunos «nuevos mercados» creados al calor de la fiebre de las «punto.com».

Parece, pues, esencial buscar un equilibrio entre carga regulatoria y capacidad de atenderla de parte de una pequeña empresa si se pretende abrir a ésta la puerta de los mercados de valores y, a la vez, atraer inversores que aporten financiación.

Obviamente, siempre quedará en el lado de los inconvenientes la pérdida de confidencialidad de cierta información que la empresa considere estratégica y sensible para la competencia, pero que sea de necesaria difusión a los inversores. En una socie-

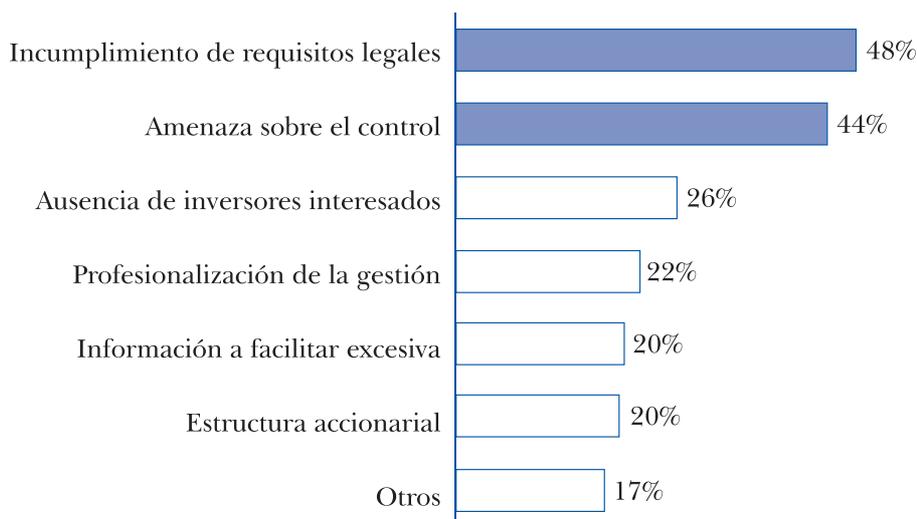
dad con tal abundancia de información como la nuestra, cada vez hay menos margen para que este tipo de información pueda no compartirse con otros agentes económicos. Además, la información que las sociedades cotizadas ofrecen al mercado tiene más un carácter financiero que comercial.

1.3. PÉRDIDA DEL CONTROL DE LA COMPAÑÍA

Es este uno de los argumentos negativos para la cotización más extendidos y sin embargo el más

falso de todos. En un reciente estudio publicado por EVERIS y DCM un 44% de las empresas encuestadas consideraban la amenaza al control de la compañía como obstáculo para cotizar. Sólo se veía superado por otro prejuicio, igualmente falso, que consistía en la creencia de que la compañía incumplía los requisitos o condiciones legales para cotizar. El 48% de las compañías lo consideraba así, fundamentalmente por ignorancia, pues los requisitos para cotizar son muy accesibles para la mayoría de las empresas, como veremos en el siguiente capítulo. Gráfico 4.

GRÁFICO 4. INCONVENIENTES ASOCIADOS A COTIZAR EN BOLSA



Fuente: DCM- Everis.

Volviendo al temor a perder el control, éste se basa en la asunción errónea de que para cotizar hay que poner en manos del mercado la mayoría de las acciones. La normativa bursátil en España exige una dispersión accionarial en manos del público inversor («Free-float») de al menos un 25% del capital. Hasta hace unos años, ni siquiera se exigía ese mínimo. Es cierto que cuando se admite a cotización una compañía, se registra en el mercado el 100% del capital, es decir todas las acciones son negociables teóricamente. No puede limitarse

estatutariamente su transmisibilidad. Sin embargo, nadie está obligado a vender sus acciones. Si el accionista mayoritario posee más del 50% de la compañía no tiene más riesgo de perder el control que si estuviera fuera de bolsa.

Este obstáculo, como vemos erróneo, es percibido con más frecuencia entre empresas familiares, que tiendan a considerar un valor importante la preservación del patrimonio empresarial para la siguiente generación. En realidad, empresa fami-



liar y empresa cotizada no son en absoluto conceptos excluyentes. Al contrario, numerosas empresas familiares cotizan en Bolsa y eso les ayuda a mantener la continuidad de la compañía.

1.4. COSTES DEMASIADO ELEVADOS

Los costes de cotizar se dividen en dos grupos: aquellos que surgen en el momento de la salida y los que corresponden al mantenimiento posterior de la cotización. Hay unos costes explícitos correspondientes a las comisiones, honorarios y tarifas cobrados por los diferentes asesores, auditores, entidades financieras colocadoras y el propio mercado. Y hay otros implícitos que surgen de la necesidad de implementar en la empresa los procesos de generación de información exigida y mantener el personal dedicado a manejar esta información y transmitirla a los inversores y autoridades.

Según un estudio de la Universidad de Munich sobre los costes de OPV (ofertas públicas de venta) entre 1999 y 2008 para 952 compañías en diferentes mercados, los costes medios totales en el momento inicial suponen un 10,9% del capital obtenido en operaciones pequeñas, de menos de 100 millones de euros. A medida que la operación crece el importe relativo desciende, pues una parte relevante corresponde a costes fijos o casi fijos (auditoría, asesoría legal, etc.) y en operaciones grandes no supera el 3-4%.

Cabe destacar que los costes se detraen del capital obtenido y son los nuevos accionistas los que los pagan aunque los antiguos los comparten indirectamente a través de una mayor dilución. Obviamente, se pagan una sola vez.

A algunas compañías puede parecerles elevado, sin embargo la mayoría considera que merece la pena a cambio de las ventajas que este tipo de financiación reporta.

En todo caso, una de las razones de la puesta en marcha de mercados alternativos especializados en empresas pequeñas ha sido reducir los costes, sobre todo los implícitos que residen en la carga administrativa que soporta toda empresa cotizada, por la vía de simplificar las obligaciones

y racionalizar el flujo de información de mercado. También en los costes explícitos de tarifa de mercado suelen observarse reducciones respecto a las bolsas tradicionales. En el caso del MAB, las tarifas de admisión y mantenimiento son la mitad que en la bolsa española.

1.5. LAS EMPRESAS MÁS PEQUEÑAS EN LA BOLSA TRADICIONAL

Puesto que la problemática del acceso al mercado de capitales de las empresas pequeñas no es nueva, es justo mencionar el caso de algunas que, a través de diversas fórmulas, sí lo han hecho. 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. Entre estas últimas, algunas podrían encajar en la definición de empresa mediana de la Comisión Europea, por lo que podría definirse una cierta zona de intersección.

En la bolsa española existen tres modos de contratación que identifican diferentes niveles de liquidez. Un primer modo llamado mercado «abierto» u «*open*», conocido coloquialmente como mercado «continuo», que agrupa los valores más líquidos, que suelen coincidir con los más grandes. Un segundo modo llamado «*fixing*», que concentra la contratación en dos subastas electrónicas, donde se negocian valores más pequeños y con escasa liquidez. Y un tercero, llamado «corro electrónico», en el que se agrupan valores locales con cotización admitida en una sola bolsa y que hasta 2010 se negociaban de viva voz. Estos también se contratan en dos subastas electrónicas al día. Un total de 38 valores se negocian en estos corros electrónicos y 4 más lo hacen en «*fixing*». Algunos de ellos corresponden a compañías relativamente grandes cuyo «*free-float*» es escaso y en consecuencia cruzan un volumen muy pequeño. Pero otras son acciones de empresas que podrían encajar en la definición de empresas medianas y que por unas u otras razones decidieron cotizar en Bolsa, en un momento en el que no había otra alternativa. De hecho, con sólo



dos excepciones, los valores del corro electrónico tienen una capitalización inferior a 100 millones de euros y sólo seis más superan los 50.

Sin embargo, muchos de ellos se han financiado a través de ampliaciones de capital, en el momento inicial de cotización o posteriormente. Por tanto, aunque hayan perdido el favor de los grandes inversores, no es justo decir que ninguna PYME española ha accedido al mercado bursátil. Otra cosa es que, al cabo de los cambios que han experimentado las bolsas en las dos últimas décadas, pueda considerarse que están cotizando en el mercado adecuado a sus necesidades y capacidades, habiendo ya otras alternativas a su alcance, como el MAB.

Esta idea de reposicionar el mercado de cotización en el caso de empresas pequeñas ya ha sido reiterada por varios autores especializados, como Rafael Sánchez de la Peña, que en un estudio publicado por la CNMV en 2008 se pregunta hasta qué punto es cierto que las empresas de mercados alternativos como el MAB son menores que los más pequeños de la bolsa y si aquél puede ofrecer a estas empresas ventajas similares a la bolsa con un acceso más sencillo.

De hecho, tanto en AIM (*Alternative Investment Market*) como en Alternext (mercado alternativo francés) una parte relevante del flujo de empresas proviene del mercado bursátil tradicional. En particular, AIM arranca en 1995 con 40 compañías que se pasan desde la Bolsa de Londres. Alternext, por su parte, también incorpora cada año numerosas empresas desde la bolsa tradicional, Euronext París; concretamente, en 2011, 15 de las 30 incorporaciones a Alternext provienen de Euronext.

1.6. PRINCIPALES EXPERIENCIAS INTERNACIONALES

Los mercados bursátiles alternativos para empresas de reducida capitalización están comenzando a encontrar su sitio en Europa continental. Si hasta hace poco sólo los países anglosajones contaban con mercados de distintas características orientados a empresas en crecimiento de tamaño

pequeño y mediano que pudiesen calificarse de exitosos, léase 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 15 años, por el que han pasado más de 3.000 compañías. En la actualidad, no alcanzan este número, sino que rondan más bien las 1.150 debido a la rotación de compañías existente, lo cual es bueno: nos tendremos que acostumbrar a que las compañías vayan al mercado, crezcan, se fusionen, y algunas no tengan éxito, y desaparezcan. Esto es, la movilidad de las compañías en este tipo de mercados es importante.

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 enfocado por completo a empresas británicas comenzaron a ofrecer acceso a las empresas internacionales y hoy tienen 230 empresas extranjeras cotizando. 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 adecuada, 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 empre-



sas de AIM, cosa que no sucede en Europa continental, donde la proporción es la contraria.

Es importante resaltar la participación relevante de inversores minoristas. Según los últimos datos disponibles, de 2007, representaban el 54% de la base de clientes.

Empresas con un tamaño de entre 10 y 25 millones de libras son las más frecuentes en el mercado AIM, alcanzando en septiembre de 2011 las casi 259 compañías. Un 74% de las empresas son menores de 50 millones de libras y un 57% valen menos de 25 millones. En el otro extremo, un 4% supera los 250 millones de libras. La capitalización total del AIM es de 63.000 millones de libras.

El otro referente en Europa es Alternext, el mercado alternativo creado en 2005 por Euro-next en Francia, que cuenta en septiembre de 2011 con 180 compañías y una capitalización de 5.800 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. Algunos elementos de su diseño podrían encajar 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 MAB aporta ya una alternativa nacional a las empresas españolas de menor tamaño, que no se verán obligadas a buscar una cotización internacional por falta de un mercado adecuado en su propio país.

2. EL MAB: UN MERCADO PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN

2.1. IMPORTANCIA DEL MAB PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA Y SUS PYMES

No hace falta reiterar aquí la extraordinaria importancia que las PYMES tienen para la economía española. Ya ha sido subrayada en otros artículos de esta misma publicación. Baste afir-

mar que son responsables de dos tercios del PIB y más del 80% del empleo.

Sí conviene quizás insistir en la imperiosa necesidad de ofrecer a las PYMES un acceso eficiente y justo a un abanico más amplio de financiación, que complete la del crédito bancario. El apoyo de las autoridades en España y también en el resto de Europa se ha enfocado hasta ahora en el crédito. La gran mayoría de los programas financieros públicos se centran en instrumentos crediticios, propiciando un mayor flujo de crédito a través de un complemento público de los préstamos bancarios disponibles, subvencionando los tipos de éstos u ofreciendo garantías y avales varios para facilitar su puesta a disposición. Una parte pequeña de la financiación de las PYMES se obtiene a través de otras fórmulas: «*business angels*», capital semilla, capital riesgo y, en menor medida, ampliaciones de capital a través del mercado, principal o alternativo.

Mientras no amplíemos sustancialmente este tipo de financiación a través de mercados continuaremos sufriendo una situación de estrangulamiento como la actual. La última encuesta ICO-Cámaras sobre el acceso de las PYMES a la financiación ajena (tercer trimestre 2011) señala que el 88% de las PYMES que se ha dirigido a las entidades financieras ha tenido problemas para acceder a la financiación. Se ha reducido el volumen para un 36%, se ha incrementado el coste para un 69% y se han aumentado garantías y avales en un 80% de los casos. Un 13% de las empresas simplemente no ha conseguido financiación. Mientras tanto, apenas un 5% de las empresas encuestadas ha utilizado instrumentos alternativos, como el capital riesgo o préstamos participativos.

Estas fórmulas no bancarias son complementarias con el crédito y suelen aplicarse sucesivamente a medida que la empresa madura, si bien pueden competir entre sí, sobre todo en las etapas intermedias. El capital riesgo ayuda a las compañías en una etapa temprana a alcanzar la madurez necesaria para acceder al mercado de valores, lo que supone una fórmula de «salida» del accionista capital riesgo y facilita volver a ini-



ciar el ciclo de inversión en otra empresa. Sin embargo, los fondos de capital riesgo a menudo se interesan también en compañías que podrían considerar acceder al mercado directamente. Este hecho debería ser tenido en cuenta a la hora de aprobar políticas de apoyo público al capital riesgo, específicamente en esta etapa o seguimiento intermedio, en el que las compañías alcanzan ciertos tamaños que son perfectamente objeto de cotización.

2.2. RAZONES POR LAS QUE LAS EMPRESAS SE APROXIMAN AL MERCADO

Las ventajas que ofrecen los mercados alternativos a las empresas pequeñas son, en esencia, muy parecidas a las de estar en Bolsa. Así, cotizar en el MAB significa en primer lugar tener una fuente de financiación para apalancar o aumentar los recursos propios, así como para crecer o adquirir otras compañías, en definitiva, para ser más competitivo.

En un entorno empresarial cada día más competitivo, el crecimiento continuo se ha convertido en uno de los objetivos básicos para la empresa. Una gestión eficaz debe perseguir no sólo la obtención de los recursos necesarios, sino el mantenimiento del equilibrio entre fondos propios y ajenos. La financiación a través de recursos propios es, por tanto, imprescindible para aportar a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción de riesgo financiero.

La vía más eficiente para conseguir este tipo de financiación es el mercado de valores. Las empresas que coticen en el MAB pueden obtener, en el momento más adecuado, esta financiación a través de ampliaciones de capital, en condiciones muy favorables. Ya hemos hablado en el apartado primero de la necesidad apremiante de complementar el crédito bancario con este tipo de financiación. En el siguiente apartado veremos cómo las empresas que se han incorporado al MAB lo consiguen.

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. De hecho, la bolsa española ha encabezado la aportación financiera a empresas en Europa durante varios años en la última década: concretamente en 1999, 2000 y 2007. Y este 2011 puede volver a hacerlo.

Adicionalmente, el MAB proporciona una valoración, da respuesta a la pregunta de cuánto vale una compañía, pone en valor el negocio en sí y sus expectativas, lo que resulta muy conveniente para acceder a otro conjunto de ventajas, como resolver, si se presentan, determinadas incidencias con los propios accionistas o poder aportar credenciales solventes ante otras fuentes de financiación. El precio que alcanzan las acciones de una compañía cotizada no sólo es representativo del acuerdo entre oferta y demanda en el mercado; se convierte también en referencia obligada para los restantes inversores, sean accionistas de la compañía o no.

En tercer lugar, estar en un mercado aporta a la empresa solvencia, transparencia y prestigio. Este prestigio es reconocido no sólo por los inversores, sino por clientes, proveedores o interlocutores financieros de la compañía. Las consecuencias son, por tanto, relevantes: refuerzo de la posición comercial, mejora de las relaciones con proveedores, clientes, bancos, etc.

Es un medio eficaz de incrementar su notoriedad frente a clientes e interlocutores financieros, además de un medio de obtener financiación. El interés de los analistas profesionales e inversores en la información sobre las empresas cotizadas conlleva una presencia en los medios superior al resto de empresas, sobre todo en prensa financiera. Esta presencia en medios de comunicación que se enmarca en las relaciones externas de la compañía, comple-



menta con gran eficiencia los esfuerzos del marketing y publicidad convencionales.

Especialmente en el caso de las empresas que producen bienes de consumo o servicios de uso generalizado, el mercado contribuye a aumentar el grado de difusión de la marca. La publicidad, contratada o espontánea, que acompaña a una salida al mercado ha tenido incluso un efecto directo en el incremento de ventas de diversas compañías.

Es decir, la imagen de la empresa mejora por la continua publicidad que el mercado proporciona y que tiene su eco en los medios de comunicación. Esta visibilidad aporta muchos beneficios intangibles a la compañía. En la expansión internacional y en las relaciones con las administraciones públicas o con grandes multinacionales cotizar puede ser especialmente valioso.

Si hablamos de notoriedad o de imagen de marca, la repercusión en los medios de todas las empresas incorporadas al MAB ha sido muy notable. Desde la primera compañía incorporada al MAB, Zinkia, en julio de 2009, con repercusión incluso en medios extranjeros hasta la última, en julio de 2011, el grupo Secuoya. La atención que reciben las compañías por parte de los inversores, a través de su presencia en los medios de comunicación es muy valiosa, y no solo en términos de atraer nuevos accionistas sino por lo que representa de reconocimiento, de marca. Es evidente que en algún caso hay un círculo virtuoso en la medida en que ya son compañías que tienen algo de marca o tienen un producto muy reconocible. Pero todas, en una u otra medida disfrutan de este beneficio.

Por último, aunque las ventajas no se agotan en ésta, debemos reconocer que la cotización permite ofrecer a los accionistas una liquidez que de otro modo no tendrían. Es decir una fórmula de desinversión de un accionista relevante no sólo refuerza el atractivo de su inversión sino que, en ocasiones, puede ser una buena fórmula para atajar un conflicto entre accionistas o para permitir la continuidad de un negocio familiar; cuando algunos miembros de la familia no desean permanecer en el accionariado.

Se ha criticado mucho la falta de liquidez de los mercados de valores especializados en PYMES. Algunas veces por simple ignorancia y otras por un mal manejo de expectativas. No debe confundirse la capacidad de encontrar contrapartidas para grandes paquetes, a través de una colocación privada o pública, con el volumen diario que en el mercado puede alcanzar uno de estos pequeños valores. La limitación de este último no impide que se diseñe una buena operación para vender un bloque.

2.3. 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 que está promovido y organizado por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (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.

Las empresas grandes que cotizan en la Bolsa en la actualidad han aprovechado muy bien la financiación aportada por el mercado. Hace diez o quince años, Iberdrola, Repsol, Telefónica, Santander, BBVA, etc., no tenían ni de lejos la dimensión actual: hoy son auténticas multinacionales y su despegue internacional se ha fundamentado, en buena medida, en la capacidad que la Bolsa les ha dado para, a través de ampliaciones de capital, ir expandiéndose y comprar otras compañías. En algunos casos a través de intercambio de títulos y en otros directamente obteniendo dinero en efectivo y comprando con él



otras empresas. Esto no podrían haberlo hecho sin tener la Bolsa a su lado.

En España hay unas 150 compañías cotizando en Bolsa, no financieras. En Turquía hay 300, en Francia unas 500. Para el tamaño de nuestra economía, estamos bien posicionados en términos de grandes compañías, no hay muchas compañías grandes que no coticen en Bolsa. Sin embargo, no hay casi ninguna compañía pequeña cotizada en Bolsa. Este es el foco del MAB.

Por lo tanto, el objetivo es el de empresas de capitalización reducida, empresas pequeñas en términos de su valoración de mercado bursátil, pero empresas fundamentales en términos de aportación a nuestro PIB. En todo caso, son empresas de capitalización pequeña que quieren expandirse, quieren crecer, bien a través de nuevos productos, nuevas líneas de negocios, nuevos servicios o expansión geográfica internacional. 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.

El MAB, en principio, está centrado en empresas españolas, ya que estos mercados alternativos se caracterizan por ser mercados muy domésticos. Está abierto a otros valores de la UE, por supuesto, y de Latinoamérica, pero el objetivo, por lo menos en el corto y medio plazo, son las empresas españolas.

Básicamente, los inversores que acuden, sobre todo en las ofertas iniciales, son inversores institucionales pero es un mercado que está totalmente abierto para cualquier tipo de inversor. Es decir, pueden operar inversores particulares, entrar y salir sin ningún inconveniente. También el régimen de información y de contratación está específicamente diseñado para este tipo de empresas.

En definitiva, el MAB se caracteriza por ser:

- Un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), al margen, en paralelo a la Bolsa.
- Promovido por BME y supervisado por la CNMV.

- Para valores de la Unión Europea y también Latinoamérica.
- Para inversores institucionales y particulares.
- Que proporciona financiación, visibilidad y valoración.
- Con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas.

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*. Suponemos que el uso de las NIIF se irá generalizando sobre todo entre empresas que persigan tener entre sus accionistas a inversores internacionales.
- 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 proveedor de liquidez que facilite la negociación. Luego desarrollaremos más estas dos nuevas figuras.

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.

Para ello deberá acompañar un documento Informativo de Incorporación, cuya estructura y contenido es similar a la del Folleto Informativo que en una salida a Bolsa estándar debe quedar registrado en la CNMV e incorpora, en su caso, un cuadro de previsiones de negocio del ejercicio actual y el siguiente.

Se ha hecho un esfuerzo especial para simplificar o incluso eliminar aquellos conceptos que, aplicados a una gran compañía, tienen cierta justificación, pero que en el caso de empresas de tamaño reducido, pierden su significado y se convierten en un obstáculo burocrático.

Recibida la solicitud, 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.

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; cambian los actores y también los agentes ante quienes hay que sustanciar los expedientes, pues no hay que olvidar que estamos hablando de un mercado más autorregulado, por lo tanto la intervención de la CNMV aparece más en un segundo plano.

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 previ-

siones 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, previa comprobación del Asesor Registrado, deberán remitirse al MAB 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.

Algunas particularidades que establece la normativa del MAB y que le diferencian respecto a la Bolsa son referentes a la necesaria comunicación de participaciones significativas, siempre que superen o desciendan del 10% del capital social y sucesivos múltiplos. En el caso de administradores y directivos las operaciones que deben cumplimentarse y comunicar a la Bolsa se refieren al porcentaje 1% del capital social y múltiplos. Lo mismo ocurre con los pactos parasociales, cualquier pacto que pueda restringir la transmisibilidad de acciones hay que comunicarlo.

2.4. FUNCIONAMIENTO Y ACTORES PRINCIPALES DEL MAB

El funcionamiento del mercado, una vez la empresa ha superado la fase inicial de incorporación, se basa en la experiencia acumulada por Bolsas y Mercados Españoles (BME) en su gestión de la contratación de los valores más pequeños y menos líquidos. Se ha añadido también una figura, novedosa en el mercado español pero muy asentada en el británico, que hemos denominado Asesor Registrado. Y se ha completado con otra figura que refuerza el sistema de contratación, denominada Proveedor de Liquidez y que había sido ensayada en otros ámbitos del merca-



do español cuyos valores adolecían de falta de liquidez.

Respecto al modelo de contratación, las compañías utilizan la plataforma SIBE, la misma plataforma de contratación electrónica que utilizan las empresas cotizadas en Bolsa. Con la excepción de que, con carácter general en lugar de contratar en modalidad «*open*», desde las nueve de la mañana hasta las cinco y media de la tarde, contratan en «*fixing*». Eso significa que se concentran todas las órdenes en dos subastas electrónicas en dos momentos del día, en concreto a las doce de la mañana y a las cuatro de la tarde.

Se ha discutido mucho sobre la relación entre liquidez y sistema de contratación. Algunos inversores critican el sistema «*fixing*» porque limita la posibilidad de negociar a dos momentos en cada sesión y en su opinión reduce el atractivo de los valores al impedir operaciones «intradía» y frenar la capacidad de reacción a noticias puntuales. Otros reconocen que resulta imposible mantener la atención durante una sesión continua de ocho horas cuando apenas se cruzan tres o cuatro operaciones en un valor, en el mejor de los casos. Por eso el MAB ha definido un procedimiento que permite pasar de «*fixing*» a contratación continua cuando el valor presenta mayores posibilidades de liquidez, a criterio de la Comisión de Supervisión, órgano que controla la contratación en el mercado.

A partir de ahí, todo el «*back office*», liquidación y compensación, es igual que el resto de valores cotizados en Bolsa. Por lo tanto, no exige de parte del inversor o de la entidad financiera que realiza la orden o que custodia los títulos del inversor ningún desarrollo específico o diferente que para comprar y vender acciones en la Bolsa. Operativamente es muy fácil. Los mismos procedimientos que se aplican a las operaciones de Bolsa también se aplican aquí.

Unas figuras nuevas, no requeridas en Bolsa, y esenciales en el MAB son el Asesor Registrado y el Proveedor de Liquidez. Estas dos figuras lo que hacen es responder las dos principales preguntas que a este tipo de mercado se han hecho tradicionalmente: la transparencia y la liquidez.

¿Son realmente las informaciones que se piden suficientes? ¿Cómo podemos hacer para que las empresas que se acercan a este mercado puedan ofrecer siempre puntualmente la información que necesitan sus accionistas? Con la figura del Asesor Registrado, existente también en otros mercados alternativos, se quiere ayudar a cumplir con la transparencia del mercado. En cuanto a la liquidez, las compañías que acuden al MAB son pequeñas, no puede tener la misma liquidez Zinkia que Telefónica. Sin embargo, se obliga a la compañía a que nombre un Proveedor de Liquidez, que es un intermediario financiero al que la propia compañía le aporta dinero y títulos para que pueda dar contrapartida. Evidentemente, si alguien quiere comprar un millón de euros en Telefónica lo hará inmediatamente, y si alguien quiere comprar un millón de euros en Zinkia resultará muy difícil, porque estaría comprando el 10% de lo que colocó la compañía en el mercado.

Como hemos mencionado antes, al igual que en otros mercados específicos para empresas en expansión se ha introducido una figura que será clave en el desarrollo y buen funcionamiento del mercado que llamaremos «Asesor Registrado».

La nueva figura para ayudar a las empresas a cotizar, sin que ello les suponga un lastre o una distracción del verdadero objetivo de sus negocios, es este Asesor Registrado.

Se trata de un elemento que, en buena medida, avalará con su reputación y prestigio la presentación en el mercado de empresas poco conocidas, de modo que cuanto más confíe el mercado en el Asesor Registrado más seguridad tendrá respecto a las nuevas compañías. Su función principal, previo a su incorporación al mercado, será ayudar a sus clientes a cumplimentar los requisitos de incorporación y las exigencias de transparencia derivadas de la normativa de información; se ocupará de que las compañías entiendan qué deben explicar al mercado y, en consecuencia, lo hagan. Sus responsabilidades, una vez incorporadas las empresas al mercado, son ayudarlas a que cumplan los requisitos de información y comprobar que las informaciones suminis-



tradas por las empresas se ciñen a la normativa, estableciendo los procedimientos de supervisión internos pertinentes.

En definitiva, es un asesor especializado, intermediario entre la empresa y el mercado, que se encarga de valorar la idoneidad de las empresas antes de su incorporación y las asiste cuando están cotizando en el cumplimiento de las obligaciones y en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida en cada momento.

La actuación como Asesores Registrados exige la previa inscripción en el Registro de Asesores Registrados del Mercado, que es público y accesible a través de la página web. Las entidades interesadas en adquirir esta condición deben solicitarlo al MAB, que analizará la experiencia, los medios y la independencia de las firmas candidatas, antes de registrarlas. En este momento, a septiembre de 2011, el MAB cuenta con 31 Asesores Registrados inscritos. La lista y sus contactos están a disposición del público en la página web del MAB (www.bolsasymercados.es/mab).

El otro aspecto novedoso de este mercado alternativo desde el punto de vista normativo es el que afecta a la liquidez, aunque no conviene perder de vista, respecto a los valores que cotizan en las bolsas tradicionales, el hecho diferencial de que las empresas de pequeña capitalización no se caracterizan por poder ofrecer a los inversores una liquidez abundante.

Para paliar esta circunstancia, estas empresas deberán designar un «proveedor de liquidez», que es un intermediario que ayude a buscar la contrapartida necesaria para que la formación del precio de sus acciones sea lo más eficiente posible. Para operaciones grandes no podrá ofrecer una solución inmediata aunque hará las gestiones de búsqueda lo mejor posible. Para operaciones más modestas, su misión es comprar o vender cuando no haya otras órdenes en el mercado. La normativa le exige posicionarse a la compra y a la venta con un importe mínimo equivalente a 5.000 euros y mantener una horquilla máxima (diferencia entre precios de compra y venta) del 5%.

Desde el punto de vista del fomento de la liquidez, el propio mercado contará con la plataforma SIBE para fijar los precios sobre la base de dos «*fixings*» o mecanismos electrónicos de subasta diarios. El primero de los cuales podrá variar hasta un 10% sobre el precio de cierre del día anterior y el segundo otro 10% respecto del precio de cierre fijado en el primer «*fixing*», lo que amplía la horquilla de precios en relación a la máxima variación permitida en el mercado bursátil tradicional.

Como hemos avanzado anteriormente, si una empresa tiene capacidad, tamaño y capital flotante en manos del público suficiente podría contratar sus valores por un procedimiento más abierto, en el mercado abierto, con un horario extendido, de modo análogo a otros valores que tienen mayor liquidez en la Bolsa tradicional. A septiembre de 2011, siete entidades financieras, sociedades o agencias de valores actúan como proveedores de liquidez en el MAB.

En resumen, se ha trabajado para ofrecer una adecuada proporción entre transparencia y flexibilidad, lo que unido a un entorno de contratación atractivo para los potenciales inversores, puede aportar a las empresas las importantes ventajas que conlleva cotizar en un mercado. A la vez, todo ello supondrá un compromiso permanente con sus accionistas y una disciplina que transforma el funcionamiento cotidiano de la empresa.

3. EXPERIENCIA DEL MAB

3.1. OPERACIONES INICIALES Y AMPLIACIONES POSTERIORES

La corta experiencia del mercado, poco más de dos años, presenta un balance satisfactorio y permite afirmar que con el MAB se dispone de una ventana recurrente de financiación, a través de recursos propios, en el mercado de valores español, también para las PYMES en expansión. De este modo, en un período muy complicado para la obtención de recursos, el MAB se presenta como una herramienta de financiación eficaz,



para aquellas empresas con proyectos de crecimiento atractivos.

El MAB inició su andadura en julio de 2009 con la incorporación de la primera compañía (Zinkia) y en la actualidad cuenta con 17 compa-

ñas de distinta dimensión y sectores de actividad. El cuadro que se acompaña recoge el detalle de las compañías con su capitalización, sector de actividad y recursos obtenidos en ampliaciones de capital coincidentes con la salida al MAB.

CUADRO 1.

Empresa	Capital Obtenido (Millones €)	Capitalización (Millones €) A fecha de incorporación	Sector / Actividad	Fecha de incorporación
ZINKIA ENTERTAINMENT	7	48	Proyectos audiovisuales y videojuegos	15/07/2009
IMAGINARIUM	12	75	Juegos y productos para la infancia	01/12/2009
LET'S GOWEX	6	40	Telecomunicaciones	12/03/2010
MEDCOMTECH	9	30	Comercialización productos cirugía ortopédica y traumatológica	25/03/2010
NEGOCIO & ESTILO DE VIDA	3,7	28	Medio de comunicación	07/06/2010
BODACLICK	10	45	Venta de espacios publicitarios	30/06/2010
NEURON BIOPHARMA	2,5	18	Biotechnológica	01/07/2010
AB-BIOTICS	3,5	13	Biotechnológica	20/07/2010
GRUPO NOSTRUM	4,4	18	Publicidad y marketing	10/11/2010
ALTIA CONSULTORES	2,5	19	Consultoría informática y soluciones TIC	01/12/2010
EURONA WIRELESS TELECOM	-	10	Telecomunicaciones	15/12/2010
COMMCENTER	2,2	19	Comercialización telefonía	30/12/2010
EUROESPES	-	16	Biomédica	16/02/2011
CATENON	5	48	Búsqueda de profesionales	06/06/2011
LUMAR NATURAL SEAFODD	2,2	9	Elaboración y comercialización de productos del mar	06/07/2011
SECUOYA GRUPO DE COMUNICACIÓN	2	31	Grupo de comunicación	28/07/2011
GRIÑÓ ECOLÒGIC	4,2	70	Gestión y tratamiento de residuos	29/07/2011
TOTAL	76,2	536		

Se puede observar que el tamaño varía considerablemente desde los 70/75 millones de euros de Imaginarium y Griñó, hasta los 9/10 millones de Lumar y Euron. También es muy amplio el abanico de los recursos obtenidos en la salida, desde los 10/12 millones de euros de Bodaclick e Imaginarium, hasta los 2/3 millones de Secuoya, Commcenter, Lumar, Altia y Neuron. Además, dos compañías, Euron y Euroespes, optaron por acceder al MAB por el procedimiento de «*listing*», es decir sin solicitar recursos en el momento de la incorporación.

Por lo que se refiere a la distribución sectorial, se observa también una considerable variedad, ya que el MAB está abierto a todos los sectores,

desde los más tradicionales a los más innovadores y punteros tecnológicamente. En todo caso, conviene señalar que la experiencia acumulada pone de manifiesto que con el MAB se ha dado entrada a esta vía de financiación a compañías de sectores que, por sus características, estaban poco o nada representados en el mercado bursátil, lo cual además de suponer un elemento de potencial desarrollo del MAB, contribuye a ampliar, mediante la diversificación sectorial, la gama de posibilidades de los inversores actuales y potenciales.

El conjunto de compañías negociadas en el MAB han obtenido con su salida al mercado algo más de 76 millones de euros que, para una valo-



ración al precio de salida del orden de los 536 millones de euros, supone algo más del 14% de esa valoración, aunque también aquí con notables diferencias, entre un 6% (Griñó y Secuoya) y el 30% de Medcomtech. En todo caso, esos porcentajes (*free-float*) ponen de relieve que el a menudo repetido temor a la pérdida de control por parte de los accionistas fundadores, de referencia o familiares, no tiene porqué suponer un obstáculo para acceder a esta vía de financiación.

Hasta octubre de 2011, 4 (Gowex, AB-Biotics, Eurona y Negocio) de las 17 empresas negociadas han realizado ampliaciones de capital posteriores a su incorporación por un importe conjunto de más de 12 millones de euros y que se han venido a sumar a los que se obtuvieron con la salida al MAB y a los que próximamente se sumarán al menos 2 nuevas ampliaciones de capital ya planteadas. Obtención 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.

3.2. VALORACIÓN DE LOS DOS PRIMEROS AÑOS

Además de la positiva valoración que se ha puesto de manifiesto en el apartado anterior, en términos de número de compañías que han accedido al MAB y volumen de recursos obtenidos, en un periodo de tiempo muy complicado en ese aspecto, el balance de los dos primeros años del Mercado, presenta también otros resultados igualmente positivos, tanto desde un punto de vista cuantitativo como cualitativo.

El primero de ellos tiene que ver con aspectos económicos de la evolución de las compañías incorporadas al MAB en este periodo. Un estudio elaborado por el propio Mercado, evidencia un crecimiento saludable del balance agregado de las compañías, que en un entorno de crisis, no sólo ha presentado incremento de los fondos propios y de las cifras de negocio, así como mejoras en los

resultados de explotación, sino también una gran capacidad de creación de empleo de calidad.

Pero el estudio antes citado, pone de manifiesto, también, a través de la visión de sus protagonistas, que las empresas negociadas en el MAB, no sólo han encontrado financiación y han mejorado en sus aspectos cuantitativos, sino que además, según sus empresarios-directivos, han obtenido otras ventajas cualitativas como consecuencia de su incorporación al MAB y que en este caso tienen que ver con un gran apoyo en su crecimiento económico, una importante ayuda en su internacionalización y a la hora de ser más competitivas. Han adquirido una mayor notoriedad en todos los ámbitos que las rodean, el prestigio de cotizar ha mejorado su posición ante proveedores, incluidos los financieros, con apertura en algunos casos de nuevas fuentes de financiación, clientes, empleados y competidores y un elemento fundamental, han ampliado su base accionarial.

Las contrapartidas para la obtención de esas ventajas, tienen asimismo una valoración positiva y han consistido en una mayor transparencia que aporta rigor en la disciplina de la empresa y, en definitiva, en su cultura corporativa, y en la asunción de los costes que implica la captación de recursos a través de una nueva ventana de financiación.

4. ¿CÓMO PUEDE EL MAB SER ÚTIL PARA MÁS EMPRESAS?

4.1. INCENTIVOS FISCALES NECESARIOS PARA LA INVERSIÓN Y AYUDAS A LAS EMPRESAS

El punto débil de los mercados de valores para PYMES es la escasez de inversores dispuestos a invertir en estas compañías. Su pequeño tamaño conlleva una liquidez muy limitada. Lo que unido a unos recursos dedicados a análisis de estas compañías mucho menores hace que los inversores las perciban como más arriesgadas y sean más reacios a invertir en ellas. En España esta debilidad se une a la falta de experiencia en este tipo de mercados y en general en la finan-

ciación de proyectos emprendedores o de pequeñas empresas en expansión.

En consecuencia, es imprescindible una actuación decidida de las autoridades públicas para impulsar la inversión en el capital de las PYMES, incentivando fiscalmente a aquellos inversores que decidan apostar por estas compañías. El incentivo fiscal es aún más importante en un momento adverso del mercado bursátil como el actual.

El análisis contextualizado del sistema tributario vigente en España y del funcionamiento de nuestros mercados financieros y de valores, así como de la experiencia localizada en Francia (Alternext) y sobre todo Reino Unido (AIM), permite afirmar que la financiación a través del MAB se vería muy favorecida si existiesen incentivos fiscales específicos que fomentasen e impulsasen la inversión en el mismo. Se trata de compartir parte del riesgo de inversión por parte de las Administraciones Públicas con el objetivo de afianzar la consolidación de este mercado novedoso y su asimilación inicial por los inversores tradicionales, teniendo en consideración que dicho mercado está basado en empresas en expansión, diferentes a las compañías que cotizan habitualmente en las bolsas de valores, ya que encierran mayor riesgo y son menos líquidas.

Asimismo, las ayudas económicas directas a las pymes reducen el impacto negativo de los costes en el proceso de incorporación al MAB.

La negociación de las acciones de las empresas en el MAB incorpora una serie de consecuencias diferenciadoras que en ausencia de la misma serían difícilmente alcanzables, y que son apreciadas como razones de interés general y público relacionadas con el fomento del tejido empresarial de PYMES en España, el más numeroso, el más relevante en términos de contribución al PIB y también el más vulnerable. Estas razones pueden resumirse como sigue: (i) El MAB permite una captación más eficiente de recursos propios para las empresas e incorpora interesantes alternativas a la financiación bancaria o tradicional; (ii) Además este mercado genera vías de crecimiento para las empresas familiares ya establecidas y por consiguiente impulsa el lanzamiento y el desarrollo

de nuevos proyectos empresariales; (iii) El MAB asimismo favorece la entrada de nuevos inversores y la apertura accionarial de las empresas; (iv) Otorga liquidez a los accionistas de las empresas e incorpora una referencia objetiva de valor para las mismas; (v) Permite instrumentar en las empresas sistemas de retribución a sus empleados basados en acciones cotizadas en mercados organizados, actualmente privilegio exclusivo de las compañías que negocian en los mercados secundarios oficiales, y (vi) el MAB aporta visibilidad de la empresa en el mercado inversor español y enriquece la cultura corporativa.

Se considera que la incidencia de los beneficios fiscales asociados al MAB en cuanto a su coste recaudatorio sería muy pequeña, teniendo en cuenta el volumen previsible de este nuevo mercado al menos en sus primeros años de existencia. Paralelamente a esta realidad, en cambio, las medidas tendrían unas altas dosis de popularidad y de visibilidad, que favorecerían la eficacia de las mismas. Todo ello habilita la incorporación de nuevos beneficios fiscales para el MAB incluso en períodos de desaceleración económica y de necesidad de recursos tributarios por la Administración.

Los potenciales incentivos fiscales que, en nuestra opinión, deben implantarse con carácter nacional son:

- a) Inversores personas físicas:
 - Una fuerte deducción (idealmente el 25-30% de la cantidad invertida) en la cuota íntegra del IRPF para inversiones en las ampliaciones de capital u ofertas públicas de compañías del MAB, directamente o, mejor aún, a través de fondos especializados.
 - Diferimiento de las plusvalías si se reinvierte en compañías MAB.
- b) Inversores personas jurídicas:
 - Asimilar a los beneficios fiscales del capital riesgo el tratamiento de dividendos y plusvalías en el Impuesto de Sociedades.



- Deducción plena de la doble imposición en dividendos recibidos de estas empresas.
- Exención del 99% cuando la desinversión se produzca transcurrido más de 1 año.

Algunas Comunidades Autónomas han comprendido la importancia de que sus empresas cuenten con esta fuente de financiación y han publicado medidas fiscales incentivadoras para los inversores residentes en sus territorios. A pesar de que su alcance se limita a empresas y ahorradores situados sólo en los territorios correspondientes es, sin duda, un paso en la dirección correcta. Una decisión similar desde la Hacienda Estatal sigue siendo imprescindible.

La situación actual tanto por lo que se refiere a ayudas económicas como a incentivos fiscales, se recoge sintéticamente a continuación.

A) INCENTIVOS FISCALES A LA INVERSIÓN EN EMPRESAS NEGOCIADAS EN EL MAB

GENERALITAT DE CATALUÑA

Con efecto desde el 1 de enero de 2010, en la parte de la cuota íntegra del Impuesto sobre la renta de las personas físicas correspondiente a la comunidad autónoma, los contribuyentes puede aplicarse una deducción del 20% de las cantidades invertidas durante el ejercicio en la adquisición de acciones como consecuencia de acuerdos de ampliación de capital suscritos por medio del segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil.

El importe máximo de esta deducción es de 10.000 euros.

Para poder aplicar la deducción deben cumplirse los siguientes requisitos:

- La participación en la sociedad objeto de la inversión no puede ser superior al 10% de su capital social.

- Las acciones adquiridas deben mantenerse en el patrimonio un período de dos años, como mínimo.
- La sociedad objeto de la inversión debe tener el domicilio social y fiscal en Cataluña.
- Texto Completo (DOGC 31 de diciembre de 2009).

COMUNIDAD DE ARAGÓN

Se ha establecido una deducción de la cuota íntegra autonómica del impuesto por inversión en acciones de entidades que cotizan en el segmento de empresas en expansión del MAB. (Ley 12/2010, de 29 de diciembre, de Medidas Tributarias de la Comunidad Autónoma de Aragón).

Texto Completo (BOA 31 de Diciembre de 2010).

COMUNIDAD DE GALICIA

Se ha establecido una deducción de la cuota íntegra autonómica del impuesto por adquisición de acciones como consecuencia de acuerdos de ampliación de capital suscritos por medio del segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (Ley 12/2011, de 26 de diciembre, de Medidas Fiscales y Administrativas).

Texto Completo (Diario Oficial de Galicia 30 de Diciembre de 2011).

COMUNIDAD DE MADRID

Se prorrogan las deducciones por inversiones realizadas en entidades cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil durante el año 2011 (Ley 9/2010, de 23 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y Racionalización del sector Público).

El desarrollo de la Ley 9/2010 se recoge en el artículo 17 del Decreto Legislativo 1/2010, de 21



de Octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de las Disposiciones legales de la Comunidad de Madrid en materia de tributos cedidos por el Estado.

Texto Completo (BOCM 23 de julio de 2010).

B) AYUDAS ECONÓMICAS A EMPRESAS PARA SU INCORPORACIÓN AL MAB

MINISTERIO DE INDUSTRIA-EMPRESA NACIONAL DE INNOVACIÓN, SA (ENISA)

La Empresa Nacional de Innovación, SA (ENISA), concederá préstamos para hacer frente a los gastos asociados a la preparación de las compañías de mediana capitalización en su salida al Mercado Alternativo Bursátil.

El importe máximo del préstamo será de 1,5 millones de euros, con vencimiento a dos años, sin comisiones y tipo de interés del 0%.

La participación de ENISA se canaliza a través de una línea de financiación de apoyo financiero para la salida de PYME al MAB.

COMUNIDAD DE GALICIA

El Instituto Gallego de Promoción Económica (IGAPE), adscrito a la Consellería de Economía e Industria, apoya a las empresas regionales que quieran incorporarse al MAB a través de una línea específica que asesora y orienta a todas las empresas interesadas.

En el caso de ser aprobados, los proyectos definidos contarán con una subvención a fondo perdido del 50% de los gastos de consultoría o asistencia técnica aprobados por el IGAPE, dentro de los presupuestos presentados por el beneficiario en su solicitud.

La subvención a fondo perdido podrá concederse para:

1. Sondeo pre-valoración: evaluación de las condiciones de partida de la empresa que permitan decidir si cumple las condicio-

nes mínimas para estudiar el inicio del proceso. Con un límite máximo de 10.000 €.

2. Estudio en profundidad y preparación de acceso definitivo: ejercicio previo a la colocación de los títulos en el mercado, valoración y confección de la documentación precisa para CNMV y MAB. Este documento debe estar realizado por un Asesor Registrado o por terceros independientes con la aceptación de un Asesor Registrado. Límite máximo de 50.000 €.

Textos Completos (Diario Oficial de Galicia, 24 de mayo de 2010 y 10 de enero de 2011).

COMUNIDAD DE MURCIA

El Instituto de Fomento de la Región de Murcia ha publicado el programa de ayuda a la adaptación (análisis empresarial y tramitación) de la empresa para el acceso al Mercado Alternativo Bursátil. La cuantía de ayuda máxima se expresa en los siguientes términos:

- Subvención a fondo perdido de hasta un 45%.
- Para sondeo inicial de las condiciones mínimas de partida, hasta 7.000 euros.
- Para la preparación de acceso definitivo al MAB, hasta 70.000 euros.
- Para la presentación a inversores y colocación en el MAB, hasta 6.000 euros.

(Texto Completo BORM 21 de marzo de 2011).

4.2. UNIVERSO POTENCIAL DE EMPRESAS

El desarrollo y puesta en marcha del Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en expansión, adaptado a las necesidades del tejido empresarial español, requería previamente una exhaustiva radiografía del mismo que permitiese extraer conclusiones válidas y plenamente justificadas cerca de la delimitación de las carac-

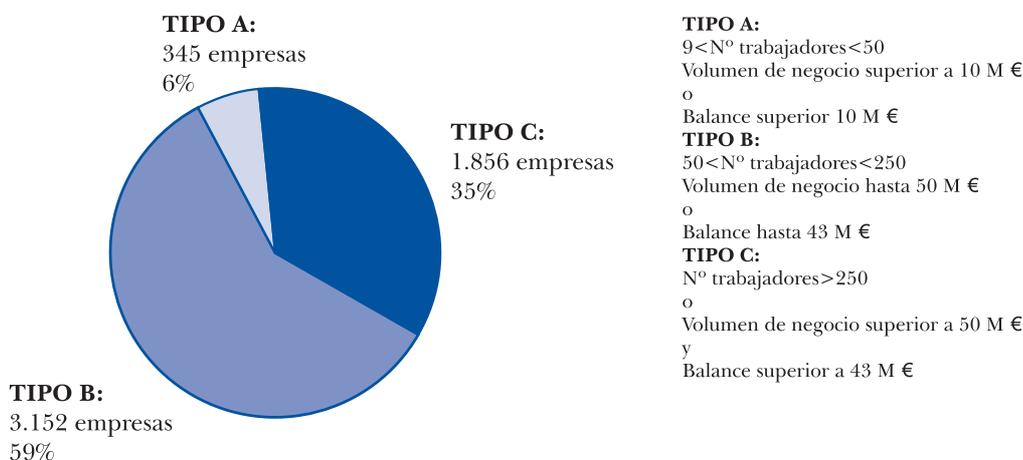


terísticas y condiciones de acceso de las empresas que serían candidatas a cotizar en el MAB.

Por esa razón, Bolsas y Mercados Españoles (BME) se puso en contacto con la Universidad de Alcalá de Henares para encargarle la realización de un estudio. Utilizando la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI), una vez comprobada su adecuada representatividad como base de información contable y financiera de empresas respecto a la estructura empresarial española proporcionada por el Directorio Central de Empresas (DIRCE), fuente oficial del INE, las conclusiones principales de este estudio se presentan a continuación.

Se identificaron individual, regional y sectorialmente 5.353 empresas no participadas por otras españolas que coticen en Bolsa o por empresas extranjeras, o participadas en un porcentaje inferior al 50%, que no pertenecen al sector financiero y de seguros, que no cotizan en bolsa y que siendo de tamaño mediano o grande, o pequeño con características extraordinarias, tenían unos fondos propios mínimos de 6,5 millones de euros, lo que les permitiría disponer de un capital flotante mínimo para su cotización en el Mercado. Los gráficos que se acompañan presentan la distribución de ese colectivo seleccionado, por tamaños, Comunidades Autónomas y sectores.

GRÁFICO 5. 5.353 EMPRESAS DISTRIBUCIÓN POR TAMAÑO (*)



(*) Criterios adaptados a los definidos por la CE a partir de 2005, elaborados en base al número de trabajadores, al volumen de negocio y al balance general.

Para esos grupos se calcularon también algunos estadísticos que permiten caracterizarlos según su financiación, volumen de inversión, actividad, eficiencia económica y eficiencia financiera. Estos estadísticos ofrecen la posibilidad de un mayor acotamiento en los grupos en orden de identificar las empresas de alto potencial de crecimiento con mayores posibilidades de salir a cotizar. Del trabajo realizado se puede extraer la

conclusión de que existe un número importante, algo más de cinco mil empresas, de diversas dimensiones y con una cifra de recursos propios mínimos suficiente, que podrían ser candidatas para su incorporación a cotización en un mercado de valores.

Posteriormente y una vez arrancado el MAB, han ido apareciendo otros estudios realizados por distintas entidades e instituciones, algunos de los



cuales se recogen en la bibliografía correspondiente a este capítulo, en su mayoría no tanto enfocados a cuantificar los universos potenciales de empresas como a analizar, en base a encuestas con

determinados segmentos empresariales, aspectos tales como la tipología de empresas candidatas al MAB, las ventajas e inconvenientes que presenta la cotización, el grado de conocimiento del MAB, etc.

GRÁFICO 6. DISTRIBUCIÓN POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

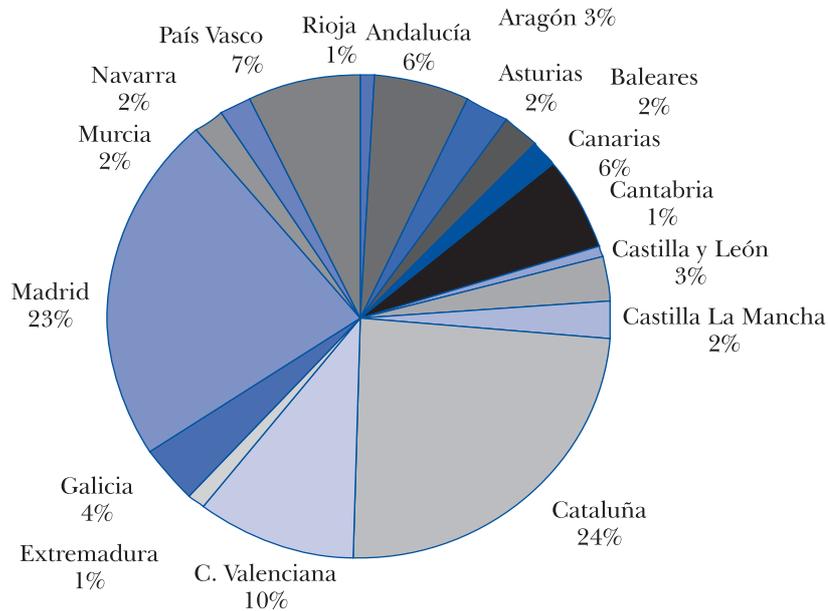
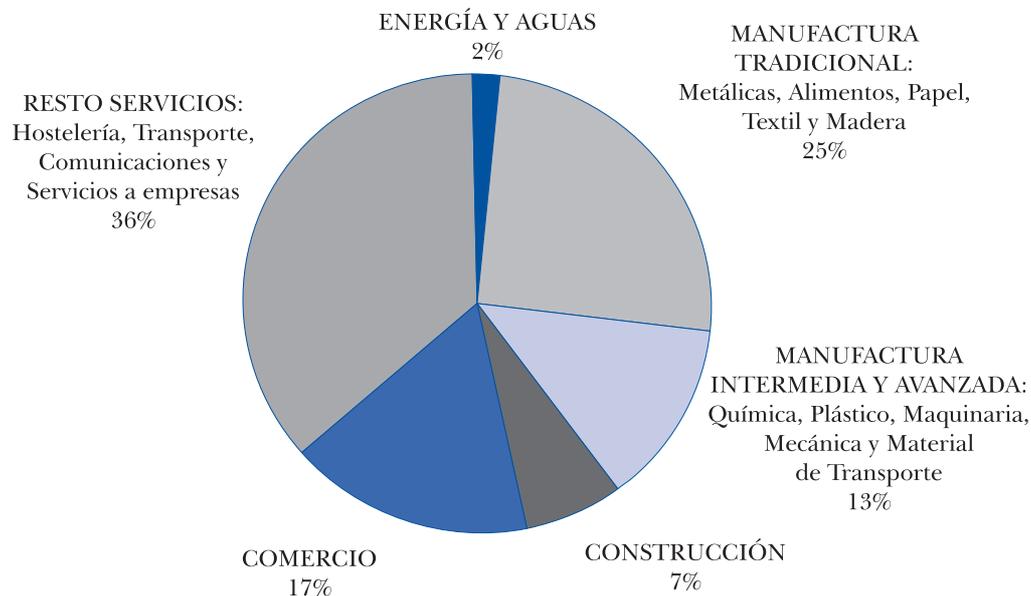


GRÁFICO 7. DISTRIBUCIÓN POR SECTORES





A modo de apretado resumen, las conclusiones que, en relación con el MAB, pueden extraerse de dichos estudios son:

- a) El conocimiento del MAB es aún relativo (entre 35/50% de las empresas, según la encuesta).
- b) Las empresas vinculadas a sectores innovadores son las candidatas más proclives a su incorporación al MAB.
- c) El principal objetivo de la incorporación de las empresas al MAB es la consecución de fondos para financiar el crecimiento.
- d) La posible pérdida del control de la empresa por parte de los fundadores/familias es el principal inconveniente de la incorporación al MAB.
- e) Las ayudas públicas para la incorporación de las empresas y los incentivos fiscales para los inversores en el MAB son muy relevantes y necesarios.
- f) El análisis e información continuados de las empresas del MAB se considera fundamental para atraer inversores y por tanto para facilitar la captación de capital.

La primera conclusión pone de manifiesto la necesidad de continuar con la intensa labor de divulgación desarrollada hasta ahora por los gestores del MAB y los demás actores del mismo. La participación de asociaciones empresariales, organizaciones y agrupaciones sectoriales, con el concurso de las distintas administraciones, adquieren un papel relevante para seleccionar y determinar los segmentos de empresas objetivo a que deben dirigirse las actuaciones.

La segunda, tercera y cuarta conclusiones creemos que ya han sido anteriormente analizadas en profundidad, a la luz de la experiencia del MAB.

La quinta conclusión, que el propio Mercado comparte y reclama desde sus inicios ha sido tra-

tada en el anterior apartado, mientras que la última relativa a información y que también comparte el Mercado, ya ha sido, recientemente, impulsada desde el mismo con 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).

BIBLIOGRAFÍA

- ARCE, O. LÓPEZ, E y SANJUAN, L. «El acceso de las Pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales». Doc. Trabajo 52 de la CNMV, Nov 2011.
- BELTRÁN, F. (2010). «MAB: un mercado para muchos y también para el capital riesgo» En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, n. 184. Madrid, 2010. Disponible en <http://www.bolsasymercados.es/asp/RevOnLine/Documento.aspx?id=4098>
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SERVICIO DE ESTUDIOS (2010). «Balance de los mercados 2009: otros mercados y productos gestionados por BME» En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, n. 183. Madrid, 2010. Disponible en <http://www.bolsasymercados.es/asp/RevOnLine/Documento.aspx?id=4022>
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES, SERVICIO DE ESTUDIOS (2009). «Balance 2008: otros mercados y productos gestionados por BME» En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, n. 179, Madrid, 2009. Disponible en [http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2009/02/70-74%20ART-Balance%202008%20\(8\).pdf](http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2009/02/70-74%20ART-Balance%202008%20(8).pdf)
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2008). «Características y tipología de empresas en el mercado Alternext». En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles* n. 178. Madrid, cuarto trimestre 2008. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/11/178_ART-Alternext_30-31.pdf



- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2007). «Un mercado a la medida para las empresas en expansión». En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles* n. 164. Madrid, mayo 2007. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2007/05/12-20%20Cover%202_164.pdf
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (2006). «El MAB: un mercado diferente». En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles*, n. 151. Madrid, marzo 2006. Disponible en <http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2006/04/14-27%20Cover%201.pdf>
- CAMPBELL, K. and TABNER, I. (2010). «Do changes in listing status affect firm value?: an analysis of migrations between the Aim and the official list of the London Stock Exchange».
- CANO MARTÍNEZ, D., GARCÍA MORA, A. y GUARDADO RODRÍGUEZ, M. (2008). «MAB: impulso al tejido económico y productivo español». En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles* n. 178. Madrid, cuarto trimestre 2008. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/11/178_ART-MaB%20impulsa_18-28.pdf
- CANO, D. (2008). «El AIM británico y el Alternnext francés como referencias para el MAB EE español». En *Análisis Financiero Internacional* n. 132. Madrid, 2008.
- CARRO MEANA, D. y VELOSO PEREIRA, P. (2010). «El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para empresas innovadoras en expansión». Colección Pocket Innova, Netbiblo, 2010.
- CASTILLA, M. (2010). «MAB: el Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para la empresa familiar española». Granada: Universidad de Granada, 2010.
- CASTILLA CUBILLAS, M. (2009). «El coste de la negociación en el segmento del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión, y los riesgos del arbitraje regulativo». En: *Derecho de los Negocios*, año 20, n. 231. Madrid, 2009.
- CRESPO ESPERT, J.L. y GARCÍA TABUENCA, A. (2007). «Empresas españolas con potencial de cotización en los mercados». En: *Bolsa, Revista de Bolsas y Mercados Españoles* n. 164. Madrid, mayo 2007. Disponible en http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2007/05/22-27%20Cover%202_164.pdf
- GARCIA STUYCK, M. (2010). «El MAB: oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las Pymes». En: *Revista Española de Capital Riesgo* n 1. Madrid, 2010.
- GIRALT SERRA, A. (2006). «MAB: Mercado Alternativo Bursátil: un mercado para valores que requieren un tratamiento singularizado». En: *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores*, n. 18. 2006.
- MARIÑO GARRIDO, T. (2010). «Los mercados alternativos bursátiles como motores de dinamización empresarial». En: *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LXV, n. 199. Madrid, abril 2010.
- MARIÑO GARRIDO, T. (2009). «Alternnext, un espejo para el MAB: el caso Antevenio, una empresa que buscó capital en la bolsa alternativa» En: *Análisis Financiero*, n. 110-111, segundo y tercer cuatrimestre 2009.
- MARIÑO GARRIDO, T. y ESCUDERO PRADO, E. (2009). «Las empresas de la euroregión: un análisis de su capacidad de acceso al MAB». *Working Paper presentado en el XV Congreso AECA: "Decidir en época de crisis: transparencia y responsabilidad"*. Valladolid, 2009. Disponible en http://www.aeca.es/pub/on_line/comunicaciones_xvcongresoaecca/cd/104b.pdf
- OLIVARES BLANCO, I. (2008). «El mercado alternativo bursátil: características y diferencias frente al mercado bursátil». En: *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n. 2. Madrid, 2008.
- PÉREZ LÓPEZ, C. (2009). «La financiación de la pyme en crisis: el papel de las SGR». En *Estrategia Financiera* n. 264. Madrid 2009.
- PÉREZ LÓPEZ, C. y PALACÍN SÁNCHEZ, M^a J. «¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa?». En: *Estrategia Financiera*, n. 263. Madrid, julio-agosto 2009.



- PRIETO RUIZ, J. (2009). «Calificación fiscal del mercado alternativo bursátil». En: *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n. 5. Madrid, 2009.
- ROJÍ FERRARI, S. (2010). «El Mercado Alternativo Bursátil para empresas en crecimiento». En *Partida Doble*, n. 221. Madrid, 2010.
- SÁNCHEZ DE LA PEÑA, R. (2008). «Análisis del segmento de empresas en expansión creado en el entorno del mercado alternativo bursátil operado por el Grupo Bolsas y Mercados Españoles». En: *Boletín de la CNMV*, trimestre II. Madrid, 2008.
- SÁNCHEZ GALÁN, J.R. (2008). «El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): el mercado de las Pymes». En *Estrategia Financiera* n. 251. Madrid, 2008.
- SOLER VÁZQUEZ-GUILLÉN, L. y CARRO MEANO, D. (2009). «El mercado alternativo bursátil, nuevo impulso a la financiación». En *Estrategia Financiera* n. 263. Madrid, julio-agosto 2009.
- V.V.A.A. (2010). «El Mercado Alternativo Bursátil: Alternativa para empresas en crecimiento». Auren, 2010.
- V.V.A.A. (2010). «Potencialidad del Mercado Alternativo Bursátil en España». AECA, 2010.
- V.V.A.A. (2006). «Mercado alternativo bursátil: creación y régimen, estructura, funcionamiento». En: *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* n. 103. Madrid, octubre-diciembre 2006.