

LA PROMOCIÓN DE FÓRMULAS DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL MEDIANTE INSTRUMENTOS NEGOCIADOS EN LOS MERCADOS DE VALORES FAVORECE LA ASPIRACIÓN DE HACER LOS NEGOCIOS MÁS SÓLIDOS Y MENOS VULNERABLES A EPISODIOS DE FUERTE CONTRACCIÓN CREDITICIA COMO EL ACTUAL.

# Contra el déficit de financiación

# Más mercado

La crisis ha puesto en evidencia algunos importantes defectos en la estructura de financiación del tejido productivo español y con especial intensidad en las empresas que se integran en el sector no financiero de la economía. En este caso hablamos de su excesiva dependencia del crédito bancario y la escasez de apelación a otras fuentes de recursos, en particular a aquellas constituidas por aportaciones colectivas que se instrumentan en títulos de deuda o capital y que se negocian en algún tipo de mercado secundario, más seguro si es regulado. Este es un problema no exclusivo de España pero, por diferentes razones, singularmente acentuado en nuestro país frente a lo que ocurre en economías con un modelo y un nivel de desarrollo similares. Es además, comúnmente, un problema que se hace más agudo a medida que las empresas son más pequeñas, es decir, que es especialmente significativo en la base productiva de la mayoría de países donde las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes) representan un porcentaje superior al 95% del total de empresas constituidas, aportan más del 60% del PIB y son responsables de más del 80% del empleo creado. Es una cuestión relevante a la que se le empieza a prestar una atención destacada en toda Europa y también en España como elemento importante para impulsar una salida de la crisis más rápida y construir modelos de financiación menos vulnerables. En nuestro país ya hay iniciativas en marcha, como el MAB, y otras que se están poniendo sobre la mesa. Para llevarlas a cabo y dinamizar las existentes son necesarias reformas y medidas de incentivo importantes. Sobre todo esto reflexionamos en las siguientes páginas.





El fuerte crecimiento experimentado por la economía española, entre 1994 y 2007, cuando la inversión empresarial avanzó a una tasa promedio anual del 6% explicando cerca de un 30% del PIB, estuvo mayormente soportado por la enorme expansión del crédito bancario al calor de unos tipos de interés en casi constante descenso. La crisis llegó y pocos sospechaban la intensidad de la caída de la actividad que vendría posteriormente y el largo periodo de sequía de las fuentes de financiación que aún hoy perdura. En un primer momento, el grueso del tejido productivo español encaró la situación sin ser excesivamente conscientes de que sus niveles de endeudamiento iban a ser difícilmente sostenibles si se restringían simultáneamente sus fuentes de ingreso y de financiación. Hasta hace poco, tampoco los representantes políticos parecían haber caído en la cuenta de que, al margen de esforzarse en reducir el gasto público, sin medidas que insuflen oxígeno a las asfixiadas cuentas de miles de compañías, no hay ni generación de empleo ni, por tanto, de rentas que relancen el consumo de dónde se detraen una gran cantidad de impuestos.

En los últimos meses hay indicios de que algunas de estas cosas ya están cambiando. Las empresas parecen haber acelerado su "necesario" tránsito de desapalancamiento, más o menos ordenado, principalmente vendiendo activos (improductivos o fuera de su núcleo central de negocio), ajustando y optimizando sus costes, reduciendo inversiones y no renovando pasivos, es decir ajustando el tamaño de su balance a una realidad menos propensa al crecimiento mediante el impulso de nuevas actividades y más aún a través de la deslocalización geográfica de la facturación aprovechando, en lo posible, el uso de las nuevas tecnologías, especialmente las relacionadas con la información (TIC).

Por su parte, los recientes anuncios del Gobierno en el sentido de impulsar junto con BME la constitución de una plataforma de emisión y negociación de instrumentos de renta fija (típicamente Pagarés o Bonos) para Pymes, la intención manifestada en los Presupuestos Generales del Estado de promover incentivos a la cotización de empresas pequeñas y medianas o los apoyos de algunas Autonomías a las empresas que dieran el paso de cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), son señales de que se está tomando conciencia de que el monocultivo sistemático de una forma de financiación tan predominante (en este caso bancaria) introduce riesgos exclusivos de dependencia que conviene moderar. Es cierto que, dada la coyuntura, la demanda de crédito ha bajado, pero la hay, y la oferta es más cara y se ha reducido sensiblemente, lo cual hace necesario ampliar las posibles fuentes de obtención de recursos al alcance de las empresas, en primer término para garantizar su supervivencia y, en segundo, para crecer.

## La dependencia de la empresa española del crédito bancario

La falta de diversificación de las fuentes de financiación de la empresa española obedece a razones estructurales, culturales y normativas de cierto calado que es necesario modificar. La preponderancia de las Pymes en nuestro tejido productivo explica en buena parte el alto grado de intermediación bancaria en la economía española que se hace muy plausible en el ámbito de la financiación.

Como se observa en el **Gráfico 1** en el año 2000 el peso de la deuda financiera de las empresas españolas era equivalente al 40% de sus recursos propios y en 2009 llegaba al 110% para situarse a mediados de 2011 alrededor del 90%. La media de la Eurozona estaba cerca del 45% en 2000, alcanzó el 90% en 2009 y en 2011 se acercaba el 75%. Aunque el crecimiento de la deuda en la década ha sido más virulento en España, el fenómeno se ha repetido con intensidad diferente en la mayoría de países de la zona euro. No estamos pues ante un problema esencialmente cuantitativo sino más bien cualitativo. Es decir, el problema particular de la economía española no está tanto en el tamaño de la deuda ajena de sus empresas como en el casi exclusivo carácter bancario de la misma. En un ecosistema predominante de micropymes con un peso en el empleo y el valor añadido de la economía superior a la media europea, es ese marcado sesgo bancario de los acreedores el que hoy, combinado con la delicada situación de muchas de nuestras entidades financieras, la penalización por riesgo que las nuevas regulaciones bancarias impondrán a la financiación de pequeñas empresas y la ausencia de alternativas efectivas para refinanciar sus deudas, está condenando a muchas de nuestras empresas a la desaparición en muchos casos y, en otros, al frenazo de su crecimiento, uno de los aspectos más necesarios y urgentes de resolver en el futuro marco de competitividad de la economía española. La utilización de la financiación bancaria de



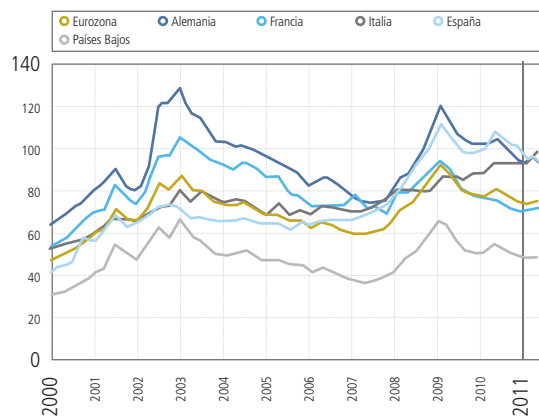
En el año 2000 **el peso de la deuda financiera** de las empresas españolas era equivalente al 40% de sus recursos propios y en 2009 llegaba al 110% para situarse a mediados de 2011 alrededor del 90%. Aunque el problema particular de la economía española no está tanto en el tamaño de la deuda ajena de sus empresas como en el casi exclusivo carácter bancario de la misma.

la Pyme española (el 99% del total) es 1,8 veces superior al de las grandes compañías.

En el **Gráfico 2** vemos que, frente a lo que ocurre en otras economías de referencia, la participación de fórmulas de financiación de mercado diferentes a la bancaria en las sociedades no financieras españolas es exigua y ha empeorado en lo que va de siglo. En la actualidad el peso de la deuda bancaria sobre el total de financiación dispuesta por las compañías en España es del orden del 80% cuando en los años 90 se acercaba al 65% y en países como Estados Unidos este porcentaje ha oscilado en torno al 30% en los últimos 20 años mientras que en el núcleo central de la Eurozona (Alemania y

GRÁFICO 1

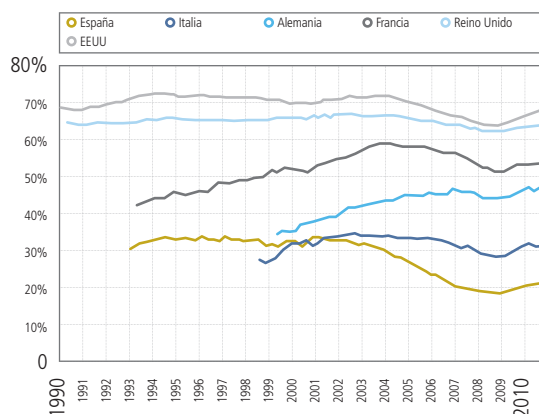
SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS  
Deuda Financiera / Recursos Propios (%)



Fuente: ECB

GRÁFICO 2

EL PESO RELATIVO DE LA FINANCIACIÓN DE MERCADO FRENTE AL CRÉDITO BANCARIO



Fuente: CNMV

# Todas las acciones de un índice en una sólo acción



**Los ETFs son fondos que cotizan como una acción.** Se compran y venden como una acción y reparten dividendos.

**En la Bolsa española cotizan ETFs emitidos sobre una importante gama de subyacentes,** entre otros, sobre el IBEX 35, IBEX MEDIUM CAP, IBEX SMALL CAP, FTSE LATIBEX TOP, FTSE LATIBEX BRASIL, DJ EUROSTOXX 50, NASDAQ 100... y pronto vendrán más



CONTACTO: [www.bolsasymercados.es/ETF](http://www.bolsasymercados.es/ETF) [ETF@grupobme.es](mailto:ETF@grupobme.es) Pregunte en su intermediario habitual

BME es diversificación

**GRUPO BME**

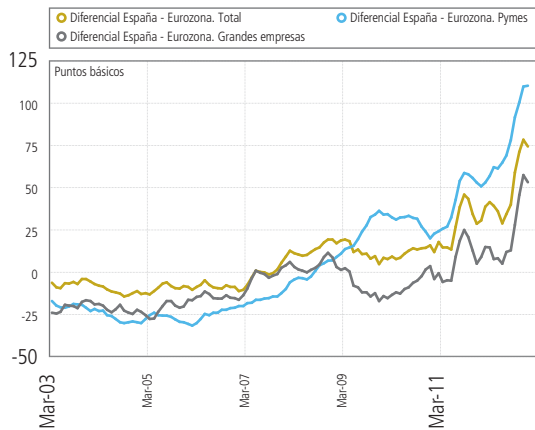
> RENTA VARIABLE: BOLSA DE MADRID | BOLSA DE BARCELONA | BOLSA DE BILBAO | BOLSA DE VALENCIA | SOCIEDAD DE BOLSAS | LATIBEX | MAB | ETFs > DERIVADOS: MEFF > RENTA FIJA: ANAF | SENAF > COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN: IBERCLEAR | REGISTRO | LINK-UP MARKETS > INFORMACIÓN: INFOBOLSA | FAIRVALUE | MARKET DATA | BME CLIMA > CONSULTORÍA Y TECNOLOGÍA: VISUAL TRADER | BME INNOVA > FORMACIÓN: INSTITUTO BME





GRÁFICO 3

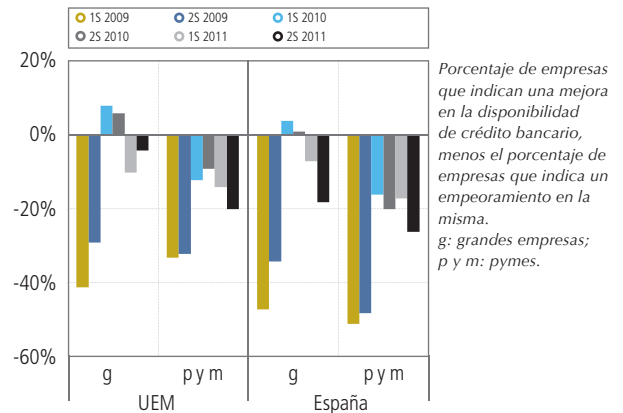
TIPO DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (NUEVAS OPERACIONES)



Fuente: Banco de España y BCE. Datos hasta marzo de 2012.

GRÁFICO 4

DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO BANCARIO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Fuente: BCE (Survey on the Access to Finance of SMEs in the Euro Area).

Francia) ha ido paulatinamente perdiendo peso hasta equilibrarse en cuotas alrededor del 50%.

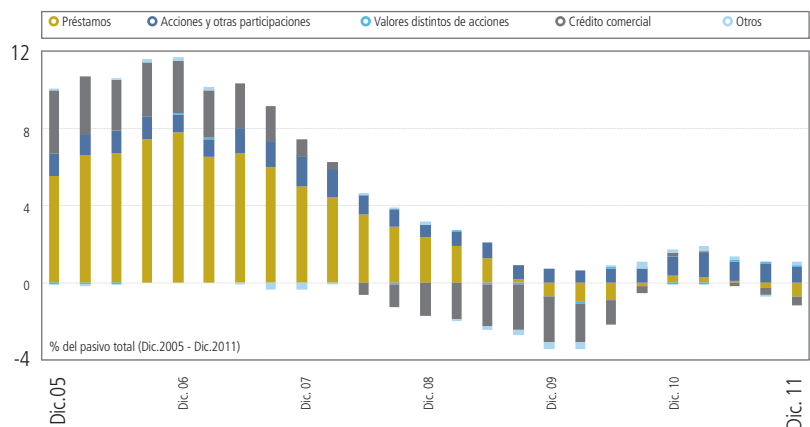
Estos datos son determinantes para explicar gran parte de las enormes dificultades que atraviesan las empresas y la economía españolas. En el **Gráfico 3** vemos como el diferencial con la Eurozona de los tipos de interés aplicados a nuevos préstamos para Pymes españolas se acerca a los 110 puntos básicos (casi 60 puntos más que el que soportan las grandes compañías). Y en el **Gráfico 4** se observa como, a juicio de las propias empresas no financieras, la disponibilidad de crédito bancario empeora más en España que la Unión Europea y más aún en el caso de las Pymes (a pesar de que la percepción ha mejorado bastante frente a los peores momentos de 2009).

Fórmulas de financiación apoyadas en mercados de valores

En un entorno hostil marcado por la reducción de la demanda de sus productos y servicios y las restricciones de financiación, las empresas españolas no están encontrando alternativas factibles y con cierto peso para sustituir o renovar la financiación que siguen necesitando. La contracción del canal bancario no tiene contrapesos en otros mecanismos que ayuden a mitigar la escasez de recursos financieros de nuestras empresas. El **Gráfico 5** muestra como sólo de manera testimonial las fórmulas basadas en acciones y otras participaciones están compensando el déficit de financiación tradicional en los últimos años. Una posible vía de

GRÁFICO 5

CAMBIO EN LOS PASIVOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS

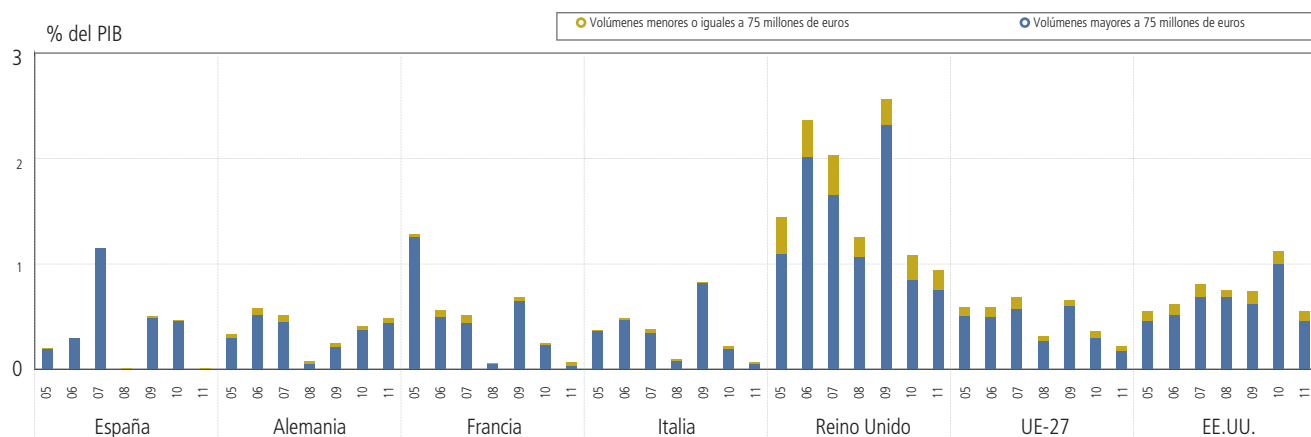


Fuente: CNMV



GRÁFICO 6

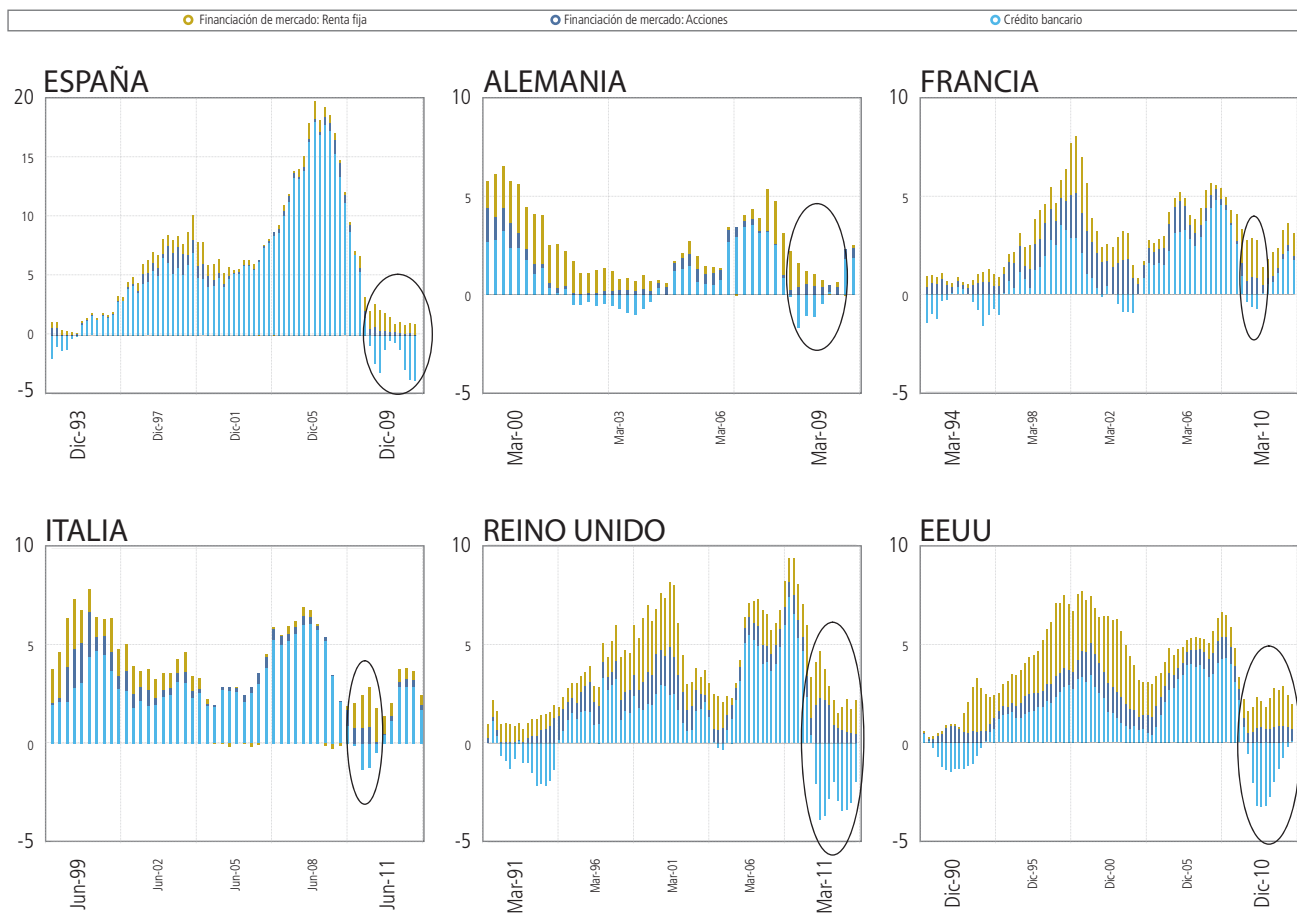
EMISIONES DOMÉSTICAS DE RENTA VARIABLE DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS



Fuente: Dealogic

GRÁFICO 7

CAMBIOS EN LA FINANCIACIÓN DE MERCADO Y EN EL CRÉDITO BANCARIO A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS. % DEL PIB



Fuente: Bancos centrales nacionales y Dealogic. Datos acumulados de cuatro trimestres hasta 2011.

desendeudamiento o desapalancamiento, la sustitución de deuda por capital, tampoco está siendo fácil para las empresas españolas.

Tradicionalmente la empresa no financiera española, en esencia Pyme, apenas apela al mercado de valores para captar recursos, ya sean de capital o de deuda. Esto también es así en los principales países continentales de la UE, aunque de manera menos llamativa, y difiere bastante de lo sucedido en las economías de corte anglosajón (ver Gráficos 6 y 7).

En el caso español, en las últimas dos décadas, prácticamente sólo las empresas cotizadas en alguna de las plataformas de la Bolsa española han recurrido al mercado para dotarse de recursos propios de financiación. La captación de capital por esta vía ha sido importante pero sólo para un pequeño grupo de sociedades no financieras y, a la postre, generalmente con un peso relativamente bajo en su estructura de financiación. La apertura del segmento del MAB para Pymes hace poco más de tres años ha servido ya para que 21 compañías de pequeño tamaño hayan obtenido un total cercano a los 105 millones de euros entre colocaciones iniciales y posteriores ampliaciones de capital. Positivo y creciente pero, indudablemente, escaso para el conjunto de necesidades a escala nacional.



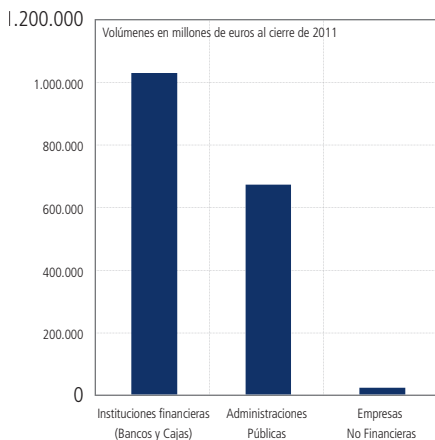
### Deuda vs. Capital: ausencia de neutralidad fiscal

Una de las causas que han influido muy directamente en esta prevalencia de la financiación vía préstamos frente a fórmulas de capital es la ausencia de neutralidad fiscal en el tratamiento de los intereses o retribuciones satisfechas en uno u otro caso. La deducibilidad en el impuesto de sociedades de los intereses pagados por la financiación ajena recibida ha sido determinante. La

La participación de fórmulas de financiación de mercado diferentes a la bancaria en las sociedades no financieras españolas es exigua y ha empeorado en lo que va de siglo. **En la actualidad el peso de la deuda bancaria** sobre el total de financiación dispuesta por las compañías en España es del orden del 80% cuando en los años 90 se acercaba al 65% y en países como Estados Unidos este porcentaje ha oscilado en torno al 30%

GRÁFICO 8

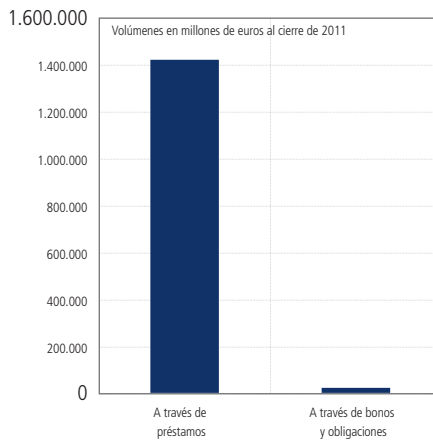
¿QUÉ SECTORES SE FINANCIAN (SE ENDEUDAN) A TRAVÉS DE BONOS Y OBLIGACIONES EN ESPAÑA? SALDOS VIVOS



Fuente: Banco de España. Cuentas Financieras

GRÁFICO 9

CÓMO SE FINANCIAN LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN ESPAÑA. SALDOS VIVOS DE PRÉSTAMOS Y BONOS



Fuente: Banco de España. Cuentas Financieras

# infobolsa

## SERVICIOS MOVILES



Envíe **BOLSA** Código/s de valor al 27722

para recibir sus cotizaciones preferidas  
de Renta Variable.

Envíe **FUTURO** Código/s de valor al 27722

para recibir sus cotizaciones preferidas  
de Derivados.

\*Coste del mensaje 1,42€ IVA incluido. Disponible para Movistar, Vodafone, Orange, Yoigo y Euskaltel. Para teléfonos corporativos de Movistar y Vodafone envíe el mensaje al 027722. nvia gestión de datos s.l - info@nviasms.com - 902 22 16 62

Consulte todos los códigos de mercado en [www.infobolsa.es](http://www.infobolsa.es)

Ejemplos de códigos de mercado: "ABG, ABE, ANA, ACX, ACS, MTS, POP, SAB, BTO, BKT, BBVA, BME, CRI, EVA, ENG, ELE, FCC..."

También, a través de su móvil, y por 5€ mensuales + IVA, reciba dos veces al día la apertura y cierre de sus dos valores preferidos del Mercado Continuo Español.

infobolsa



limitación a estas deducciones introducida recientemente en nuestro ordenamiento fiscal, persigue amortiguar este trato discriminatorio. En algunos países como Brasil ya se está estudiando la posibilidad de contemplar los dividendos como una forma de intereses que retribuyen la financiación vía capital para que puedan también ser un concepto tributario deducible para las empresas.

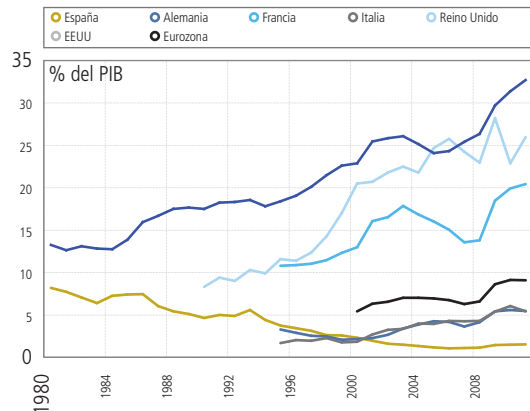
Tampoco es utilizada por nuestras empresas no financieras la vía de financiación mediante el uso de instrumentos de renta fija (bonos, pagarés,...). En este caso los elevados costes de emisión para importes pequeños (los adecuados al tamaño mayoritario de la empresa española), la ausencia de una base sólida y amplia de inversores institucionales que pudiese sustentar el desarrollo del mercado, la falta de vehículos de inversión que pudiesen canalizar el ahorro del inversor minorista y, hasta hace un par de años, la inexistencia de un mercado secundario ágil y ordenado para facilitar la liquidez de los títulos, son algunos de los elementos fundamentales que ayudan a explicar el escaso desarrollo en nuestro país de esta alternativa de financiación. Durante los últimos años los mercados de deuda corporativa integrados en BME han intentado cubrir el hueco. Sus volúmenes de admisión y negociación han sido buenos fundamentalmente por la actividad ligada al sector financiero (ver **Gráfico 8**) quedando como retos futuros lograr la incorporación de más empresas no financieras y emisiones de mediana o pequeña cuantía. La puesta en marcha del Sistema Electrónico de Negociación de Deuda (SEND) por parte de BME en 2010 también es un paso en la buena dirección para acercar al inversor minorista a productos financieros de renta fija corporativa e ir haciendo poco a poco mercado. Buenas iniciativas pero faltas del apoyo institucional y regulatorio necesario para dinamizarlas y aprovechar todo su potencial.

De esta manera el desbalance entre préstamos bancarios y otros instrumentos de deuda corporativa con potencial para ser negociados en mercados regulados es enorme, tal como se aprecia en el **Gráfico 9**. La presencia



GRÁFICO 10

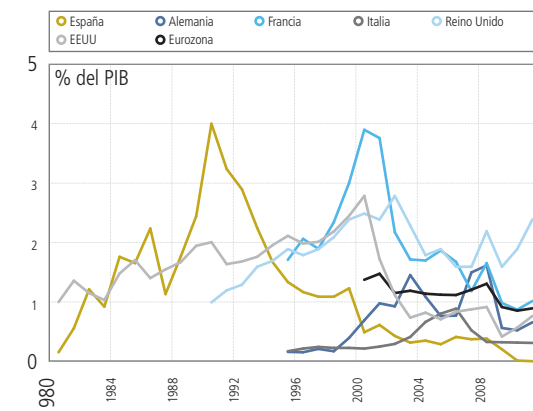
SALDO VIVO DE BONOS EMITIDOS POR SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Fuente: CNMV

GRÁFICO 11

SALDO VIVO DE PAGARÉS EMITIDOS POR SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Fuente: CNMV



España se ve abocada a un **proceso de reducción del peso de la intermediación bancaria** en la estructura de financiación del sector empresarial no financiero. Es una tendencia positiva que debe ser aprovechada para corregir defectos importantes en la estructura de financiación de nuestra base productiva.

al MAB. Posteriormente se ha anunciado en varias ocasiones la intención de poner en marcha, junto con BME, un mercado alternativo de renta fija para estimular la financiación ajena no bancaria en la base del tejido productivo español. El objetivo es que empresas solventes puedan acceder a liquidez a corto plazo para gestionar su fondo de maniobra y obtener fondos a medio plazo atrayendo capital de inversores institucionales. Aún es pronto para hablar de cómo se conformará finalmente esta iniciativa ya que, entre otros, es preciso superar algunos obstáculos regulatorios importantes que menoscaban las posibilidades de éxito de su implementación, como es el caso de la prohibición por ley de emisiones para las Sociedades de Responsabilidad Limitada (la mayoría en España) o su limitación por tamaño de los recursos propios en el caso de las Sociedades Anónimas.

También hay aspectos importantes a abordar y decidir respecto al modelo de mercado. Integrarlo en las plataformas reguladas dotaría al mecanismo de más transparencia y seguridad evitando, entre otras cosas, asimetrías informativas características en las Pymes. Existe la opción de hacerlo a través de un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) donde los requisitos de acceso serían menores para los emisores pero la contrapartida de demanda quedaría muy limitada a inversores institucionales. Esto obligaría a su vez a diseñar y autorizar vehículos específicos para favorecer el acceso al mercado de los inversores particulares.

Convenría tener en cuenta, no obstante y en cualquier caso, que para facilitar el acceso a los mercados de las Pequeñas y medianas empresas no debe bastar con buscar fórmulas para reducir los costes de emisión. Aspectos como el fomento de la base inversora potencial y la salvaguarda de unos requisitos mínimos pero suficientes de calidad y transparencia deben ser también esenciales en la ejecución de cualquier diseño de mercado. El establecimiento de unos incentivos fiscales adecuados para los inversores participantes en estos mercados es un factor de estímulo fundamental para impulsar la actividad en los mismos y alcanzar los objetivos perseguidos. Estos incentivos también habría que definirlos con cautela y equilibrio.

Por último, el establecimiento de un mercado alternativo de renta fija exige definir muy bien los tamaños mínimos de emisión para hacer viable la colocación y negociación de los títulos. Además es necesaria una cierta estandarización de los vencimientos para que el funcionamiento del mercado pueda ser ágil, ordenado e inteligible.

de este tipo de pasivos en los balances de las empresas no financieras españolas es muy testimonial, algo que no sucede con esa intensidad en los países desarrollados de nuestro entorno e incluso que es elevada (25-35% del PIB) en Estados Unidos y Reino Unido (ver **Gráficos 10 y 11**).

### Alternativas de mercado para equilibrar la estructura financiera empresarial

Tal vez una de las pocas lecturas positivas que pueden hacerse de la intensa caída del crédito bancario es que la sociedad española en general y su Gobierno, en particular, parecen haber tomado conciencia del problema que apuntamos en estas líneas y de que es necesario fomentar nuevas fórmulas de financiación para asistir a un conjunto lo más amplio posible de nuestras empresas. En septiembre pasado el Gobierno anunció el desarrollo de 43 nuevas leyes “para sentar las bases de la recuperación en España” y aprobó algunas propuestas más de índole económica y tributaria para impulsar la economía. En este paquete se recoge el establecimiento de medidas de fomento para que las Pymes acudan

# Estados Unidos: alternativas de financiación con capital para el 99% de los negocios

Extractos del artículo "Alternative capital financing for 99% of business" de Jonh Katovich publicado en la revista FOCUS de la Federación Internacional de Bolsas (WFE) en el número 226 de diciembre de 2011.

Katovich es presidente de Cutting Edge Capital y fue vicepresidente y consejero general de la Bolsa de Boston.

Acceso al artículo a través de internet: <http://www.world-exchanges.org/focus/2011-12/m-2-1.php>

Traducción: Victoria González. BME

Nos encontramos en un momento crucial en la historia. Los mercados de capitales han sufrido un duro golpe a su reputación desde la crisis financiera de 2008. El crecimiento de la contratación de alta frecuencia y el peso de lo estrictamente financiero dentro de la economía han puesto en cuestión si los mercados todavía cumplen su propósito original de facilitar de forma eficiente la transferencia de ahorro a inversiones para las empresas y así permitir el desarrollo de productos, servicios, investigación y desarrollo. Estamos siendo testigos de una demanda de cambio sin precedentes. Economistas y políticos de todo el mundo están repensando el status quo, mientras los ciudadanos están trabajando para recuperar sus economías locales (...)

Sin embargo (...) en EEUU se puede hacer muy poco todavía en

términos de inversión local en pequeña y mediana empresa (...). El problema no es la falta de fondos disponibles de parte de la mayoría de la población. Pero invertir en empresas privadas es hoy más difícil que nunca, y para la mayor parte de la gente, extremadamente difícil salvo que sepan exactamente dónde buscar. Es increíble que un ciudadano pueda ir a las Vegas y perder todos sus ahorros sin rellenar un papel pero invertir esos ahorros en empresas privadas se hace tremendamente difícil y costoso. Estas restricciones elevan los costes de financiación para todas aquellas empresas que necesitan capital para crecer y prosperar. Si los gobiernos implementasen medidas sencillas y reformas de coste cero, el número y la variedad de oportunidades de inversiones locales crecería enormemente, y de esa manera las empresas

estarían en situación de contratar personal.

En los Estados Unidos las pequeñas empresas suponen el 99% de todas las empresas estadounidenses y el Departamento de Comercio informó de que eran el sector de mayor crecimiento de toda la economía. Unas 27,5 millones de pequeñas empresas son responsables de la mitad del empleo del sector privado y contribuyen a la mitad del producto interior bruto (...). Por tanto los pequeños negocios locales son el recurso por explotar, y posiblemente la única salida al actual malestar económico.

La pequeña y mediana empresa constituye la espina dorsal de la economía global. Pero actualmente los mercados de capitales no satisfacen las necesidades de las economías locales, con el riesgo de extinguir la innovación. La incapacidad

## Conclusiones

Los países en recesión que sufren crisis bancarias muestran durante unos años una mayor persistencia de la caída del crédito bancario. Tal es el caso de España. La elevación de los requisitos de capital en cantidad y calidad para las entidades financieras europeas, se va a traducir (se está traduciendo ya) en una merma de la capacidad de intermediación financiera de la banca con consecuencias directas sobre el volumen de préstamos concedidos a gran parte del tejido empresarial no financiero español y, con especial intensidad, a Pymes cuya financiación va a estar mucho más penalizada por

ser más arriesgada y potencialmente más ilíquida. Por tanto parece claro que España se ve abocada a un proceso de reducción del peso de la intermediación bancaria en la estructura de financiación del sector empresarial no financiero. Aunque en gran medida impuesta por las circunstancias, es una tendencia positiva que debe ser aprovechada para corregir defectos importantes en la estructura de financiación de nuestra base productiva.

Una manera de aprovecharla es tratar de construir y estimular la actividad de mecanismos alternativos de financiación empresarial basados en la emisión de valores negociables de capital y deuda. La legislación europea también se está orientando en este sentido y

## La pequeña y mediana empresa constituye la espina dorsal de la economía global.

Però actualmente los mercados de capitales no satisfacen las necesidades de las economías locales, con el riesgo de extinguir la innovación.

para captar capital es la razón por la que la mitad de los nuevos negocios no duran más de cinco años. La misión fundamental de un banco solía ser mantener las economías locales, sin embargo, los créditos bancarios a la pequeña empresa prácticamente han desaparecido. No hay fondos de inversión especializados en pequeños negocios locales, sin embargo la mayoría de los americanos se ven obligados a invertir sus pensiones y dirigir sus ahorros a largo plazo a fondos de inversión que tienen restricciones en lo que se refiere a dónde invertir su dinero.

Regiones que tradicionalmente han tenido pocos recursos están descubriendo ahora las ventajas de explorar (...) vehículos alternativos de inversión (...).

Por supuesto es necesario que los riesgos de invertir en pequeñas empresas sean bien apuntados y gestionados. En Estados Unidos se exige a día de hoy que las empresas que se negocian públicamente cumplan y publiquen informes financieros. Sin embargo, alguna forma más sencilla y menos costosa de cumplir

este requisito sería necesaria para las pequeñas empresas que ofrecen valores al público. Paralelamente no hay todavía una exigencia de la SEC de que las empresas que se negocian públicamente cumplan información sobre los riesgos no-financieros cuando un inversor debería estar interesado en conocer todos los aspectos materiales del negocio, sean o no financieros. La transparencia es una fuerza motivadora para la buena gestión en los negocios y debería aplicarse independientemente del tamaño de la empresa. Por este motivo, es importante desarrollar indicadores claros, concisos y prácticos (...).

Se están haciendo esfuerzos en el suministro de información no financiera en la que cualquier inversor pueda confiar. Un nuevo estándar de la industria está en desarrollo, el cual que ofrecerá una visión completa de todos los riesgos y oportunidades de los emisores (primero de las empresas cotizadas), que será capaz de medir las carteras en relación a riesgos de sostenibilidad. Finalmente los inversores tendrán la posibilidad de comparar el desempeño utilizando indicadores que tengan en cuenta asuntos medioambientales, sociales y de gobernanza (Sustainability Accounting Standards Board) (...). <<



tanto la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID), como la de Folletos o la de Transparencia, entre otras, ya recogen propuestas que específicamente apoyan el acercamiento de recursos de financiación a las Pymes a través de mercados de valores.

Desarrollar herramientas de mercado solventes y seguras que complementen la importante labor que el crédito bancario realiza en la financiación de las empresas españolas, sin duda, ayudaría a equilibrar su estructura financiera. La financiación obtenida vía mercado contribuiría a atenuar el componente procíclico de la procedente del canal bancario.

Diversificar las fuentes de financiación. De eso se trata. En España se están dando pasos en la buena dirección. Si finalmente estos se materializan en fórmulas de mercado efectivas la supervivencia de muchas de nuestras empresas sería mayor y el riesgo para sus negocios menor. ●



## Jesús González Nieto-Márquez

DIRECTOR DE DESARROLLO DE MERCADO DE BME  
Y DIRECTOR GERENTE DEL MAB

# En busca del inversor perdido: La debilidad estructural de la demanda de valores de pequeñas compañías

Desde múltiples ámbitos se insiste en la necesidad de dar acceso a las empresas más pequeñas a la financiación en los mercados de valores. La drástica reducción del crédito lo hace más urgente. Sin embargo, no está tan claro quién en esos mercados va a tomar el relevo de los bancos en esta financiación. 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. A partir de estas premisas se genera un círculo vicioso que profundiza en la dificultad de financiación de estas compañías en el mercado de valores. 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"<sup>(1)</sup>.

Este no es un problema exclusivo de España. En los Estados Unidos las salidas a bolsa de empresas pequeñas (operaciones < 25 Mill) 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. ¿Cómo lo han conseguido? En el caso británico hay una mayor tradición inversora en este tipo de activo, pero la clave está en que ambos se han visto alentados con incentivos fiscales muy atractivos, que durante años han impulsado un flujo de dinero privado hacia estos valores pequeños.

En España, la inversión en renta variable por parte de inversores institucionales es pequeña, en comparación con los países anglosajones e incluso con Centroeuropa. La coyuntura del mercado la ha reducido aún más. Todos los fondos de inversión españoles manejaban a mitad del año 2012 una cartera de renta variable interior de apenas 2.800 millones de euros, el 0,73% de la capitalización de todas las empresas españolas cotizadas en Bolsa. Las Sicavs por su parte suman una cartera de renta variable española de apenas 2.300 millones, un 0,59% de la capitalización total. Entre ambas figuras de inversión colectiva apenas un 1,30% del valor de las empresas. Si contamos los fondos de gestión pasiva españoles (ETFs y similares) podríamos añadir algo más de 125 millones, pero estos no se dirigen a valores pequeños,

sino que eligen índices de valores grandes como referencia. Completaríamos el panorama con un escasísimo porcentaje del patrimonio de los fondos de pensiones destinado a renta variable española, apenas un 1,7% de la capitalización. Recordar que por ejemplo en el Reino Unido, con datos de hace apenas unos años, las figuras de Inversión colectiva (fondos de inversión y pensiones sobre todo) tenían en sus manos el 40% del valor de las empresas cotizadas, trece veces más que en España.

### El Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión

El MAB, Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión, registró su primera incorporación en julio de 2009. Transcurridos tres años, el número de empresas admitidas a negociación es de 21 (2 en 2009, 10 en 2010, 5 en 2011 y 4 en 2012), que han obtenido 104 millones de euros de financiación.

En la coyuntura económica y de los mercados financieros del periodo, la cifra de compañías incorporadas debe ser valorada positivamente. Pero el MAB dispone de un potencial aún

(1) En "Pequeña y Mediana Empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación" (Fundación Estudios Financieros, 2012) Crespo y G<sup>a</sup> Tabuenca ofrecen una síntesis de la abundante literatura académica sobre estos fallos de mercado y la justificación de la actuación pública mediante políticas que los reduzcan.

## 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 realidad

mayor como canal de financiación de las Pymes, sobre todo en periodos de restricción crediticia, que aún no ha explotado. Sin embargo, la capacidad de captar fondos por parte de estas compañías es cada vez menor, a juzgar por la evolución de los importes de las sucesivas salidas al mercado.

En este contexto y dada la conocida relevancia de las Pymes para la economía española, parece del todo necesario elaborar un plan estratégico para favorecer e incrementar la utilización de esta alternativa de financiación por parte de las empresas en expansión. El Gobierno debería desempeñar un papel protagonista en este Plan, con el objetivo de buscar alternativas para financiar a estas empresas. Las Pymes con acceso al mercado de capitales se convierten más rápido en empresas medianas, con tamaño necesario para competir internacionalmente.

### Estímulos fiscales y atracción de 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 realidad<sup>(2)</sup>. Es imprescindible un incentivo fiscal muy atractivo para invertir en las empresas que coticen en el MAB.

Para inversores personas físicas se debería ofrecer la 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. Preferentemente a través de fondos especializados en Pymes, que se creen con objeto de invertir en compañías MAB que capten capital vía ampliaciones u ofertas públicas. Además las plusvalías deberían poder diferirse, en caso de reinversión en este tipo de compañías.

Para las sociedades que inviertan en estos valores deberían extenderse los beneficios fiscales del capital riesgo en el tratamiento de dividendos y 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.

Lejos de resultar una carga más en este momento de dificultad presupuestaria, la experiencia demuestra que la recaudación vía otros impuestos vinculados a la actividad de las empresas (IVA, Sociedades e IRPF de los trabajadores nuevos) compensa sobradamente los mencionados incentivos fiscales.

### Más medidas

Otras iniciativas, como la constitución de algunos fondos públicos especializados en la inversión en estas empresas o la promoción de iniciativas para mejorar el análisis financiero de estos valores, de modo que los inversores cuenten con la orientación necesaria para sus decisiones, deben completar el paquete de medidas.

En una coyuntura tan difícil para la inversión en valores como la actual no se puede pretender que el mercado, es decir los ahorradores, tomen decisiones más arriesgadas sin encontrar algo a cambio. Si la esperanza de un mayor rendimiento no es suficiente hay que añadir un potente atractivo. La experiencia en otros mercados nos marca el camino. Se necesita decisión. <<

(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).



**Pablo Ybarra**

ÁREA DE RENTA VARIABLE DE BME

## Caminos para acercar financiación a las Pymes

En mayo de 2007 la revista BOLSA publicó un estudio de la Universidad de Alcalá para analizar el universo potencial de compañías españolas susceptibles de cotizar en un mercado de valores. El citado estudio, tras descartar aquellas con fondos propios inferiores a 6,5 millones de euros, las ya cotizadas o participadas en más de un 50% por compañías cotizadas o extranjeras, así como las pertenecientes al sector financiero, llegaba a una cifra superior a las 5.000 compañías candidatas a dar el salto a los mercados.

Buena parte de estas empresas objetivo probablemente están participadas por fondos de capital riesgo o son empresas familiares, o una combinación de ambas. Según datos de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (ASCRI), en España hay alrededor de 3.000 empresas participadas por más de 183 operadores activos de capital riesgo, con una cartera valorada a diciembre de 2011 en 20.488 millones de euros. Por otro lado, el Instituto de la Empresa Familiar representa, directa o indirectamente, a más de 1.000 empresas familiares de toda España que conjuntamente suponen alrededor del 26% del PIB nacional. En definitiva, en España tenemos un amplio número de empresas en manos de inversores de capital riesgo en sus distintos niveles o de sus familias fundadoras.

En las actuales circunstancias del mercado, la mayor parte de estas empresas han emprendido una fuerte y rápida reducción de sus niveles de apalancamiento financiero, beneficiándose muchas de ellas también de un decidido impulso exportador o del desarrollo de sus actividades en mercados exteriores. Una vez reducida esta alta exposición a la deuda en sus balances -fundamentalmente bancaria- parece previsible que

aquellas empresas con mejor situación y perspectivas de negocio puedan planearse dirigir sus pasos a su financiación en el mercado, ya sea mediante emisiones de deuda o capital. Más allá del uso del mercado como vía de financiación, éste también puede facilitar la gestión del relevo generacional en las empresas familiares y el proceso de desinversión a los inversores de capital riesgo.

La situación actual no facilita en todo caso estas transacciones, menos aún a las sociedades no cotizadas. La salida a Bolsa o al Mercado Alternativo Bursátil siempre será la mejor opción a disposición de las compañías que quieran acceder al mercado.

### **Crowdfunding**

No obstante, en otros países que han pasado antes por circunstancias similares a las que actualmente atravesamos han surgido también, aprovechando los recientes desarrollos tecnológicos en materia de redes sociales, nuevas plataformas que buscan facilitar la canalización de la demanda inversora hacia una selección de las mejores ofertas de valores en determinados ámbitos del mercado.

Nos referimos específicamente al modelo de financiación conocido como *crowdfunding*, esto es, aquel basado en plataformas web abiertas al público inversor en las que se facilita el encuentro del 'papel' con el 'dinero', por recuperar la antigua jerga del mercado. En los últimos años su número se ha multiplicado, especialmente al otro lado del Atlántico. Podríamos destacar quizás, como exponentes más cercanos a nuestro ámbito las plataformas SecondMarket y SharesPost, que están cumpliendo una verdadera función de 'incubadoras bursátiles'.

En España están surgiendo también iniciativas que van en esta línea de apo-

yar a las pequeñas y medianas empresas en su camino hacia la construcción de una relación con el mercado. Sin obviar las diferencias existentes entre la estructura de financiación empresarial española con la de Estados Unidos, donde tradicionalmente el 80% de la financiación procede de emisiones en el



## Las fórmulas de agrupación de fondos (*crowdfunding*)

o de inversores (red de *business angels*) son mecanismos y experiencias de cruce de oferta y demanda de financiación que deberían servir como trampolín para el tránsito de muchas Pymes hacia los mercados de valores.

mercado, tenemos frente a nosotros el reto -y también la oportunidad- de articular nuevas vías que faciliten la financiación y consolidación de la pequeña y mediana empresa española.

### Redes de *Business Angels*

En este sentido, además de destacar el trabajo desarrollado por la industria de capital riesgo en general, queremos mencionar en particular el que han venido protagonizando las redes de inversores conocidas como *business angels*. Según la Asociación Española de *Business Angels Networks* (AEBAN), en la que están agrupadas 26 de estas redes, en 2011 los recursos captados por sus compañías participadas alcanzaron los 20 millones de euros, cifra cercana a los cerca de 25 millones levantados en el mismo año por el segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

El desarrollo e institucionalización de estas redes de *business angels* podría contribuir significativamente a la formación de un nuevo ecosistema de financiación empresarial. El primer precedente ya lo tenemos en el País Vasco donde la reciente Ley de Apoyo a las Personas Emprendedoras y a la Pequeña Empresa ha dado un reconocimiento explícito a esta figura definiéndola como aquella organización cuya finalidad es agrupar a inversores privados realizando una labor de intermediación entre éstos y la demanda de financiación procedente de empresas que necesitan recursos para acometer proyectos innovadores.

### Acercar mercado y empresas con seguridad y viabilidad

No obstante, una posible multiplicación de ofertas privadas de valores no estaría exenta de riesgos. Llevado por un comprensible afán protector del público inversor al que se pudieran dirigir estas ofertas, el legislador ha endurecido recientemente algunos de

los requisitos para que éstas no tengan la consideración de oferta pública, con la consiguiente obligación de registro de un folleto informativo en CNMV, si bien también ha flexibilizado otros.

En todo caso, la reciente reforma del artículo 30 bis de la Ley del Mercado de Valores a la que hacemos referencia, se refiere exclusivamente -por definición- a ofertas de valores negociables, entre los que no se encuentran las participaciones de las sociedades limitadas. Por este motivo, y sabiendo que más del 90% de las sociedades mercantiles españolas tienen forma de sociedad limitada, parece también conveniente definir un marco normativo ad hoc para ofertas de participaciones sociales o incluso incentivar su transformación en sociedades anónimas, todo ello con el fin de que puedan acceder a su financiación en el mercado en las mejores condiciones posibles de seguridad y flexibilidad para empresas e inversores.

Como comentábamos anteriormente, en los últimos meses se han estado presentando en España distintos eventos y conferencias que buscan crear espacios de comunicación entre la empresa y el mercado. Una de estas ha sido el recientemente celebrado *Financing Day* que ha reunido en Madrid a cerca de 100 compañías con más de 40 inversores cualificados. El Consejo Rector de este evento está presidido por Blas Calzada, Presidente del Comité Asesor Técnico de los índices IBEX, y cuenta entre sus consejeros con Jesús González Nieto, Director Gerente del MAB. La organización ya está trabajando en una segunda edición para abril de 2013, fecha en la que previsiblemente estará en marcha el esperado Plan de Emprendedores anunciado por el Ministerio de Economía y Competitividad.

No podemos sino dar la bienvenida a todas estas iniciativas y desear su consolidación en estructuras que den continuidad a las mismas en los próximos años, acelerando con ello el comienzo de un próximo ciclo expansivo y de creación de empleo en la economía española. <<

