

Alternativas de financiación para las pymes

Arturo Rojas y Javier López Somoza*

El colapso de la financiación bancaria ha tenido un impacto desproporcionadamente negativo sobre las pequeñas y medianas empresas. Dado que las dificultades del crédito bancario seguirán persistiendo en los próximos meses, el desarrollo de otras alternativas de financiación es un imperativo.

La sequía del crédito bancario no será de corta duración, por lo que es imperativo para las pymes explorar fuentes alternativas de financiación, bien sea a través de instrumentos de deuda o de capital. Alternativas de financiación de deuda van desde la emisión de papel comercial o bonos, titulización de préstamos o la creación de fondos de inversión especializados en deuda de pymes. No obstante, estos instrumentos de financiación de deuda necesitarían superar las percepciones de los inversores de excesivo riesgo, problemas de liquidez, altos costes de emisión y algunos problemas en la regulación. La financiación de recursos propios podría canalizarse a través del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), ya en funcionamiento, que, potencialmente, podría proveer de un acceso a nuevo capital propio a costes asumibles, entre otros beneficios tales como refuerzo de imagen corporativa y diversificación de las fuentes de financiación. Para que esto sea así, existen algunas deficiencias y actuales dinámicas negativas que tendrán que ser corregidas.

Una de las caracterizaciones más relevantes que se puede mencionar sobre la actual crisis es el colapso de la financiación bancaria. Los datos más recientes sobre crédito a actividades productivas publicados por el Banco de España (financiación a empresas no financieras) ponen de manifiesto una nueva aceleración de la caída del saldo vivo de crédito a empresas, con una tasa interanual del -7,2% a mes de noviembre. Aun sin conocer el desglose de esa cifra

por tamaños de empresas, no nos equivocaríamos al afirmar que son las pequeñas y medianas empresas (pymes) las que más están sufriendo esta disfunción de las entidades crediticias, lo que agrava su situación, en la medida en que no cuentan con fuentes de financiación alternativas al canal bancario.

El Memorando de Entendimiento de junio de 2012 asociado al rescate bancario, en su párrafo

* Socios de Analistas Financieros Internacionales (Afi).

27, requiere al Gobierno de España que prepare propuestas para el reforzamiento de la intermediación financiera no bancaria. Lo que es lógico si tenemos en cuenta que la debilidad financiera de las pymes contrasta con su aportación a la creación de empleo y generación de valor añadido: en la Unión Europea, las pymes (incluyendo las microempresas) generan más del 50% del valor añadido, y más del 60% de los empleos, pero apenas consumen el 10% de los flujos financieros. Dado que la sequía de la financiación bancaria no va a ser algo transitorio, el desarrollo de mecanismos de financiación directa, tanto en recursos propios como en deuda, pasa a ser una necesidad ineludible. En el presente artículo analizamos distintas alternativas a la financiación bancaria de las pymes, bien sea a través de deuda o a través de fondos propios. En algún caso, como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), es un canal de financiación para empresas de pequeña y mediana capitalización que, con sus defectos y carencias, ya está en funcionamiento. Otras de las posibilidades que se analizan, no están desarrolladas todavía en nuestro país, pero, como el caso de los fondos de deuda de empresas, han mostrado sus virtudes en otros mercados como el británico.

Financiación de deuda

En general, los instrumentos de desintermediación (emisiones directas de pagarés, bonos u obligaciones) para las pymes se encuentran con dos problemas básicos. El primero es la desconfianza del inversor ante el riesgo de impago que

Los instrumentos de desintermediación (emisiones directas de pagarés, bonos u obligaciones) para las pymes tienen dos problemas básicos. El primero es la desconfianza del inversor ante el riesgo de impago además de la falta de liquidez; y el segundo problema es el coste total para la empresa del instrumento, que tiende a ser alto al incluir la rentabilidad para el inversor, pero también los costes de estructuración y la comisión de colocación.

se une al inconveniente de la falta de liquidez del título; y el segundo problema es el coste total para la empresa del instrumento desintermediado, que tiende a ser alto al incluir la rentabilidad para el inversor, pero también los costes de estructuración y la comisión de colocación. Los costes fijos de emisión son difícilmente asumibles para emisiones de importes reducidos, de menos de cinco millones de euros.

Además, si una entidad financiera asume la colocación de la emisión entre sus clientes de pasivo, adquiere un riesgo reputacional en caso de impago por parte de la empresa receptora de los fondos, riesgo que en las actuales circunstancias es difícilmente asumible por las entidades financieras. La intensidad del riesgo reputacional para el colocador, alto en todos los casos, dependerá además de la complejidad del producto y de la participación o no de otros agentes en el proceso, ya sea la Comisión Nacional del Mercado de Valores si la colocación es minorista, o la agencia de *rating* que analice la calidad crediticia del emisor.

Titulización de préstamos

La titulización de préstamos permite transformar un conjunto de activos financieros ilíquidos en una serie de instrumentos negociables, líquidos y con unos flujos de pagos determinados. La titulización de créditos a pymes constituiría una innovación en la medida en la que el proceso de titulización en España se ha concentrado en los préstamos hipotecarios. La titulización no afecta a las empresas cuyos préstamos se titulan y, por tanto, no se traduce para la empresa en una diversificación de sus fuentes de financiación. Ahora bien, con la titulización de créditos de empresas las entidades financieras pueden obtener liquidez con la que financiar nuevos préstamos a pymes.

En general, las agencias de calificación desempeñan un papel clave en el proceso de titulización. Los títulos emitidos de cada tramo del fondo deben tener una o más calificaciones crediticias de distintas agencias. Las agencias de calificación también tienen una labor determinante a la hora

de diseñar la estructura de los tramos del fondo en cuanto a la prelación en la absorción de pérdidas.

Los títulos emitidos serían descontables en el Banco Central Europeo (BCE), siempre que cumplan las siguientes condiciones:

- Calificación por dos agencias de *rating*.
- *Rating* AAA en el momento de la emisión.
- *Rating* mínimo de A durante la vida del bono.

El *rating* de los diferentes tramos del fondo de titulización tendría en cuenta las características de los préstamos (diversificación sectorial, dispersión geográfica, perfil de las empresas) y los colaterales adicionales. El *rating* será mejor cuanto más granulada es la cartera de préstamos titulizados en cuando a deudores (importe medio), sectores de actividad y zona geográfica.

No obstante, para que la entidad financiera dé de baja de su balance (y transferir los riesgos de los préstamos objeto de titulización a efectos de no consumo de recursos propios), debe haber vendido por lo menos el 80% de los tramos de primeras pérdidas, y el 50% de los tramos de riesgo intermedio¹, exigencias que pueden no ser fáciles de cumplir.

Para el inversor que adquiera los títulos, uno de los principales inconvenientes es la reducida liquidez de estos activos. Las condiciones de inversión en este producto serían asimilables a las de una imposición a plazo fijo, con una penalización por rescate anticipado de la misma. La percepción de riesgo por parte del inversor minorista puede quedar mitigada por la transparencia inducida por la supervisión de CNMV y el requerimiento de informes de terceros independientes que evalúen el precio de la emisión.

Otro elemento positivo para la confianza del inversor minorista es que en la mayoría de las tituli-

zaciones desarrolladas por las entidades de crédito españolas, el originador (la entidad que concede los préstamos que se van a titular) mantiene la administración de los mismos. Con el objeto de incrementar el atractivo para los inversores, se puede concertar la disposición de avales. Actualmente, la utilización de avales públicos para los fondos de titulización se limita a los fondos FTPYME², con un plazo determinado de solicitud y un carácter cerrado, y que se convocaron en 2010 y 2011.

Asimismo, los fondos de titulización podrían incorporar avales de sociedades de garantía recíproca (SGR), pero afectarían exclusivamente a los préstamos individuales de las empresas. En la medida en que el aval de la SGR puede suponer un mayor coste de la financiación para la empresa, habría que analizar el efecto positivo en el *rating* derivado de la utilización de avales de SGR en los préstamos titulizados.

Emisión de títulos directamente por la empresa

Como se puede ver en el cuadro 1, las emisiones recurrentes de bonos y obligaciones por parte de empresas españolas no financieras se concentran básicamente en grandes empresas de los sectores de energía, telecomunicaciones e infraestructuras.

Teóricamente, las pymes españolas podrían emitir directamente los bonos con los requisitos que impone la Ley del Mercado de Valores. Si el nominal es inferior a 100.000 euros, la emisión se considera "oferta pública" y requiere folleto de emisión aprobado por la CNMV. Si la oferta tiene la consideración de pública, la carga administrativa para la empresa es alta: el emisor asume obligaciones de gobierno corporativo e información (hechos relevantes, informe anual de gobierno corporativo).

¹ Según se establece en las Circulares BdE 4/2004 y 3/2008.

² El programa FTPYME, gestionado por el Ministerio de Industria, Energía y Turismo, y el Ministerio de Economía y Competitividad, cuenta con el aval del Estado para respaldar los bonos emitidos por estos fondos con la condición de que las entidades financieras que les ceden sus activos reinviertan, al menos en un 80%, la liquidez obtenida en nuevos créditos para pymes.

Cuadro 1

Emisiones públicas de bonos de empresas españolas no financieras en 2011 y 2012

Emisor	Fecha emisión	Vencimiento	Importe (millones €)	Cupón (Porcentaje)
IBERDROLA FINANZAS SAU	10-feb-11	10-feb-14	750	3,88
TELFÓNICA EMISIONES SAU	7-feb-11	7-feb-17	1.420	4,75
GAS NATURAL CAPITAL	9-feb-11	9-feb-17	600	5,63
RED ELÉCTRICA FIN SA UNI	18-feb-11	16-feb-18	600	4,75
OBRASCÓN HUARTE LAIN SA	30-mar-11	15-mar-18	425	8,75
IBERDROLA FINANZAS SAU	7-abr-11	7-abr-17	750	4,63
PESCANOVA SA	20-abr-11	20-abr-17	180	5,13
RED ELÉCTRICA FIN SA UNI	29-abr-11	29-abr-20	550	4,88
GAS NATURAL CAPITAL	24-mayo-11	24-mayo-19	500	5,38
AMADEUS CAP MARKET	15-jul-11	15-jul-16	750	4,88
IBERDROLA FINANZAS SAU	25-oct-11	25-ene-16	1.000	4,75
TELFÓNICA EMISIONES SAU	3-nov-11	3-feb-16	1.000	4,97
REPSOL INTL FINANCE	12-dic-11	12-feb-16	850	4,25
REPSOL INTL FINANCE	19-ene-12	19-feb-19	750	4,88
GAS NATURAL CAPITAL	13-feb-12	13-feb-18	750	5,00
REPSOL INTL FINANCE	7-feb-12	19-feb-19	250	4,88
TELFÓNICA EMISIONES SAU	21-feb-12	21-feb-18	1.500	4,80
IBERDROLA INTL BV	11-abr-12	11-oct-18	1.000	4,25
TELFÓNICA EMISIONES SAU	19-sep-12	5-sep-17	1.000	5,81
GAS NATURAL CAPITAL	25-sep-12	27-ene-20	800	6,00
IBERDROLA INTL BV	21-sep-12	21-sep-17	1.000	4,50
RED ELÉCTRICA FIN SA UNI	4-oct-12	16-feb-18	150	4,75
ENAGAS FINANCIACIONES SA	5-oct-12	5-oct-17	500	4,25
TELFÓNICA EMISIONES SAU	19-oct-12	20-ene-20	1200	4,71
GAS NATURAL CAPITAL	23-oct-12	24-abr-17	500	4,13
ENAGAS FINANCIACIONES SA	22-oct-12	5-oct-17	250	4,25
IBERDROLA INTL BV	22-oct-12	11-oct-18	400	4,25
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS	25-oct-12	25-oct-19	750	4,75
Total 2011			9.375	4,94
Total 2012			10.800	4,82

Fuente: Bloomberg.

Cabe plantear las siguientes consideraciones con respecto a las limitaciones que impone el segmento de pymes en emisiones directas de bonos.

- No es obligatorio que la emisión cuente con *rating*, aunque este facilita la aprobación del precio (tipo de interés) por la CNMV. Un *rating* por encima de B- suele requerir un tamaño de empresa importante (ventas > 500 millones de euros, EBITDA > 70 millones de euros). Para empresas medianas (ventas < 500 millones de euros), un *rating* por encima de B- solo sería posible con niveles de endeudamiento muy bajos. Por lo tanto, la emisión de una pyme o no tendrá *rating* o tendrá un *rating* muy bajo.
- Como colocador, el riesgo reputacional del colocador ante el inversor será alto. En las emisiones con *rating*, al ser un tercero el que opina sobre la calidad crediticia del emisor, se mitiga el riesgo, pero el *rating* previsiblemente bajo que puede alcanzar una pyme puede tener un efecto adverso.
- En términos de la rentabilidad que el título debería ofrecer a los inversores, sobre la que la CNMV tendrá que emitir su opinión si es oferta pública, estimamos que, en la actualidad, debería situarse entre el 10% y el 15% dependiendo de la calidad crediticia de la empresa, y a un plazo inferior a dos años.
- En términos de coste para el emisor, a dicha rentabilidad nominal habría que añadir la comisión de colocación y los costes de emisión. Para empresas medianas con una buena situación financiera, el coste de los bonos posiblemente excederá el que pueden obtener con financiación bancaria. En este caso, el atractivo del bono para la empresa no es el coste, sino la diversificación de fuentes de financiación y el acceso directo a los inversores.

La emisión de bonos de diferentes empresas permitiría la comercialización "paquetizada". En este caso, se trataría de vender emisiones de bonos de empresas de calidad crediticia similar agrupados en carteras con una composición reducida (por ejemplo, cuatro o más bonos).

Como hemos indicado, el principal inconveniente para el comercializador de las emisiones de bonos simples de empresas es el riesgo reputacional en caso de impago. Una forma de anular el riesgo reputacional es emitir el bono con el aval explícito de la entidad financiera colocadora. El inversor tendrá una doble garantía: la empresa emisora y la entidad financiera colocadora. La ventaja para la entidad financiera es una menor ponderación del aval en los activos ponderados por riesgo, (del 75% frente al 100%), y, a su vez, la entidad financiera cobraría a la empresa por el aval. Igualmente, la entidad financiera podría exhibir su apoyo a las empresas medianas para abrir nuevas vías de financiación a través de la apelación directa al ahorro. Una vez que el inversor se familiarizara con el producto y la empresa demuestre su capacidad de pago ante el inversor, se pueden plantear emisiones recurrentes sin el aval de la entidad financiera.

El Gobierno ha anunciado su intención de promover la creación de un mercado alternativo de renta fija, en el que se puedan negociar pagarés y bonos, aunque dadas las restricciones de tamaño de emisión para que los costes de la emisión no resulten prohibitivos y la mínima o inexistente liquidez que tendrían los títulos, no resulta realista considerar las emisiones de títulos de pymes como una alternativa factible a la financiación bancaria.

Fondos de deuda

Otra alternativa de impulso a la financiación de pymes sería la creación de fondos de inversión que invirtieran en deuda de pymes, y que pudieran beneficiarse de alguna ventaja fiscal como sucede con los fondos de capital riesgo.

La normativa española actual no contempla figuras entre las instituciones de inversión colectiva (IIC) que permitan una inversión a gran escala en instrumentos de deuda no negociados en mercados, ya que no pueden invertir más de un 10% de su patrimonio en valores no cotizados. Además, las IIC de inversión libre deben cumplir unos requisitos de liquidez que no les permite la inversión en préstamos no cotizados de empresas. Igualmente, las entidades de capital riesgo deben invertir el

60% del activo computable en instrumentos de capital o cuasi-capital.

Por tanto, para impulsar los fondos de deuda serían necesarias modificaciones normativas por parte del Gobierno, existiendo básicamente dos opciones. En primer lugar, la creación de legislación *ad hoc* para los fondos de deuda, que sería posible con el desarrollo de normativa muy similar a la existente para el capital riesgo (Ley 25/2005 de 24 de noviembre, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo). Lo más inmediato podría ser dar cabida a los fondos de deuda dentro de los fondos de capital riesgo, modificando su "Régimen de inversiones" (capítulo II de la Ley 25/2005), incorporando el instrumento de préstamo ordinario junto con el de inversión en capital y préstamos participativos. La constitución del fondo de deuda y de su sociedad gestora debería ser autorizada por la CNMV. La existencia de ventajas fiscales para los fondos de deuda (como tienen los de capital riesgo) sería relevante para incentivar el instrumento.

El objetivo de la regulación sería maximizar la participación de inversores privados. Inicialmente, podría ser necesaria la participación de inversores públicos para reforzar la confianza en el instrumento. Ese ha sido el modelo de los Business Finance Partnership (BFP) en Reino Unido. En una primera fase, sería conveniente limitar la inversión minorista a través de inversiones mínimas de 100.000 euros, accesibles para oficinas familiares y clientes de banca privada.

La retribución al inversor en los fondos de deuda podría producirse mucho antes que en los fondos de capital riesgo, pues los préstamos devengan intereses y tienen calendario de amortización desde los primeros años. No habría que esperar, por tanto, a la desinversión en la participada, como en los fondos de capital riesgo. La fijación de un perfil de amortización definido en los fondos de deuda ayudaría a reforzar la confianza.

La retribución al inversor en los fondos de deuda podría producirse mucho antes que en los fondos de capital riesgo, pues los préstamos devengan intereses y calendario de amortización desde los primeros años. No habría que esperar, por tanto, a la desinversión en la participada, como en los fondos de capital riesgo.

La gestión del fondo de deuda se realizaría por las gestoras de capital riesgo que solicitarían su inscripción como gestoras de fondos de deuda. Las comisiones de gestión en los fondos de deuda serían previsiblemente inferiores a las comisiones de los fondos de capital riesgo, ya que estos incluyen una comisión de éxito en función de las plusvalías.

Los préstamos de los fondos de deuda podrían contar con la garantía de las Sociedades de Garantía Recíproca para acotar aún más el riesgo de inversor.

Financiación de recursos propios: el Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

Como complemento a los instrumentos de deuda ya comentados, el MAB ofrece a las pymes la vía de captar fondos propios. El funcionamiento efectivo del MAB, segmento para empresas en expansión, se produjo en 2009. Como bien señala Cano (2008)³, el MaB no es un mercado secundario oficial según la Ley del Mercado de Valores, sino un sistema multilateral de negociación, por lo que no está afectado por algunos de los requerimientos de las ofertas públicas de venta. La responsabilidad de establecer mecanismos y procedimientos de supervisión eficaces recae en la entidad rectora, en este caso Bolsas y Mercados Españoles (BME), y la CNMV mantiene la capacidad sancionadora de los incumplimientos que puedan tipificarse como infracciones de conducta. Por tanto, por esos menores requerimientos, que deben redundar en menores costes de acceso y mantenimiento en el mercado, este tipo de mer-

³ Cano, David (2008): "El AIM británico y el Alternext francés como referencias para el MAB EE español". *Análisis Financiero Internacional*, n.º 132. Ediciones Empresa Global (Escuela de Finanzas Aplicadas). Madrid.

cados (conocidos como “mercados alternativos” o *junior markets*), están dirigidos a empresas de reducida capitalización que buscan financiar su expansión, si bien es cierto que en no todas las incorporaciones al MAB se ha producido captación de nueva financiación, por lo que otras motivaciones tales como conseguir visibilidad, notoriedad e imagen de marca, diversificación de las fuentes de financiación, ampliación de la base accionarial, posibilidad de afrontar operaciones corporativas utilizando las acciones como forma de pago y otras, son expresadas también por las empresas en su Documento de Incorporación al Mercado (DIM).

El MAB es un mercado de valores que, por sus menores exigencias, que debieran suponer costes de acceso al mercado y mantenimiento reducidos, están orientados a empresas de pequeña y mediana capitalización que buscan financiar sus proyectos de crecimiento. Este tipo de mercados se conocen como “alternativos” o junior markets.

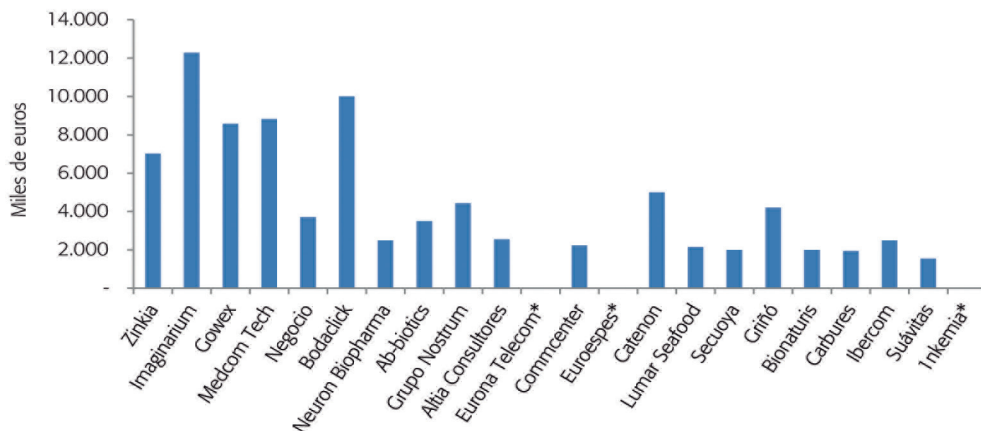
Su evolución desde entonces ha sido, probablemente, más lenta de lo esperado. Durante el

primer año fueron dos las empresas que salieron a cotizar (Zinkia Entertainment y la cadena de distribución de juguetes Imaginarium). En 2010 se produjeron diez salidas, incremento que permitía albergar grandes esperanzas para el desarrollo de este mercado. Sin embargo, tanto en 2011 como en 2012 fueron cinco las salidas. Las cinco de 2011 y las cinco de 2012, que permitieron captar 13,4 y 8,5 millones de euros de nueva financiación, han rebajado las expectativas generadas, al menos hasta que se produzca una reactivación general de los mercados de emisiones, porque es cierto que las operaciones homólogas en el mercado principal también se han reducido considerablemente en el período 2009-2012 en el que han coexistido ambos mercados. En la actualidad, son veintidós las empresas listadas (aunque dos de ellas están suspendidas de cotización debido a su delicada situación financiera) que han captado un total de casi 90 millones de euros en sus procesos de incorporación al MAB.

No obstante, lo que sí se ha puesto de manifiesto es que ha permitido una ventana de financiación adicional para las empresas que ya están cotizando. En efecto, durante 2012 se han pro-

Gráfico 1

Importe captado en las salidas al Mercado Alternativo Bursátil (2009-2012)



Nota: * No hubo levantamiento de nuevos fondos en la oferta de suscripción.

ducido ampliaciones de capital por parte de seis empresas (AB Biotics, Eureka Wireless Telecom, Medcom Tech, Carbures Europe, Secuoya y Let's Gowex), por un total de 40 millones de euros, destacando la operación de la empresa de telecomunicaciones Let's Gowex por importe de 18 millones de euros.

¿Ha sido este comportamiento del MAB comparable al de otras plazas internacionales? Aunque mercados homólogos al MAB en el mundo hay muchos, —además, han proliferado en los últimos años— tiene dos claros precedentes en el Alternative Investment Market (AIM) del Reino Unido, donde cotizaban el pasado 31 de diciembre 1.096 sociedades, y Alternext con sede en París (aunque aglutina las bolsas de Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y París) que a cierre de ejercicio tenía listadas a 180 compañías. Cifras muy alejadas del mercado español aunque hay que tener en cuenta que el mercado británico se lanzó en 1995 y diez años después el francés, por lo que aprovecharon el prolongado período de crecimiento económico que precedió a la actual crisis. En AIM, por ejemplo, llegaron a cotizar 1.694 sociedades a cierre del año 2007, un 55% más que en la actualidad. El comportamiento de estos mercados en 2012, en cuanto a número de nuevas emisiones, ha sido peor que en el ejercicio anterior, como ha sucedido en el caso español. Por ejemplo, en Alternext se produjeron catorce entradas al mercado (34 en 2011), de las cuales solo ocho eran nuevas salidas, mientras que el resto eran traspasos desde otros mercados⁴, bien desde Euronext o desde Free Market. Los fondos conse-

guidos por estas salidas fueron de 37 millones de euros⁵. En el caso de AIM, las admisiones en 2012 fueron 71 (90 en 2011) que consiguieron nuevos fondos por 3.100 millones de libras esterlinas, importe que resulta estratosférico comparado con el mercado español, pero que supone para el AIM el menor desde 2004.

¿Qué le falta al MAB para convertirse en una verdadera alternativa de financiación para las empresas españolas de tamaño medio? Tiempo sería una respuesta genérica e inmediata. Concretando algo más, y dada la experiencia de Afi como Asesor Registrado⁶ en este mercado desde su nacimiento, consideramos que ha entrado en una espiral viciosa en la que es complicado discernir dónde está el origen. Por un lado, se observa falta de apetito por parte del inversor institucional para este tipo de compañías lo que ha ido reduciendo el tamaño medio de las operaciones de salida (se observa claramente en el gráfico anterior), y no porque las necesidades o expectativas de las compañías en su salida no fueran superiores, sino porque no han encontrado la complicidad suficiente en la demanda. Ello ha supuesto un encarecimiento relativo del coste de salida pues, en efecto, frente a una estimación inicial de costes que podrían oscilar entre el 8-10%, las últimas salidas han superado ampliamente esta cifra estando, como media, más cerca del 15-18%, lo que, a su vez, ha podido disuadir a un número importante de empresas de optar por esta posibilidad para financiarse, y ha llevado a este mercado en los últimos meses a aquellas con acuciante necesidad que no encontraban ninguna otra alternativa.

⁴ En el mercado español, el traspaso desde el mercado principal hacia el MAB requiere un largo y costoso proceso, pues es necesario realizar una OPA de exclusión y, posteriormente, una nueva emisión.

⁵ En realidad, los fondos totales levantados fueron de 1.517 millones de euros, pero una sola, la correspondiente al brasileño Banco BTG Pactual, acaparó 1.480 millones de euros, por lo que a efectos comparativos lo eliminamos para evitar distorsiones.

⁶ La figura del asesor registrado es propia de este tipo de mercados bursátiles. Su labor principal es la de ayudar a las empresas a que cumplan los requisitos de información, tanto en el proceso de salida como, posteriormente, durante su fase de cotización en el mercado secundario. Afi fue el Asesor Registrado de Zinkia Entertainment en su salida al MAB.