

Resumen

Partiendo de la importancia de las pymes en la economía española, de su elevada dependencia de la financiación bancaria y del deseable avance hacia fuentes de financiación complementarias con el crédito, este artículo se centra en el análisis del acceso al mercado de valores como una alternativa adecuada para la obtención de recursos propios, con los que sustentar la expansión empresarial. Concretamente, se analiza la evolución y perspectivas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), creado por Bolsas y Mercados Españoles (BME) con el objetivo de facilitar el acceso al mercado de capitales de empresas de reducida capitalización (pymes).

Palabras clave: MAB, financiación, pymes, mercado de valores.

Abstract

Starting from the importance of SME in the Spanish economy, its high dependence on banking credit and the need of advance towards additional sources of financing, this article focuses on the analysis of the access to the stock market as a suitable alternative for the raise of equity, which supports the business expansion. Specifically, it analyzes the development and prospects of the Mercado Alternativo Bursátil (MAB), an alternative market organized by Bolsas y Mercados Españoles (BME) with the aim of make easier for SME the access to the capital market.

Key words: MAB, financing, SME, Stock Market.

JEL classification: G15, G32.

EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)

EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS

Antonio GIRALT SERRA

Jesús GONZÁLEZ NIETO-MÁRQUEZ

MAB

I. LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

NO hace falta reiterar la extraordinaria importancia que las pymes tienen para la economía española. Baste afirmar que son responsables de dos tercios del PIB y más del 80 por 100 del empleo, siendo además las más numerosas. En este sentido y según la actualización del Directorio Central de Empresas (DIRCE) a 1 de enero de 2015, de las 3.186.878 empresas activas en esa fecha, el 95,8 por 100 tenían 9 o menos asalariados, el 4 por 100 entre 10 y 200, y más de 200, el 0,2 por 100 restante.

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 estos 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 se-

milla, capital riesgo y, en menor medida, ampliaciones de capital a través del mercado, principal o alternativo. La reciente aprobación en España de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial, ha supuesto un paso en la dirección del impulso de diversas fuentes alternativas de financiación empresarial.

Mientras no amplíemos sustancialmente este tipo de financiación a través de mercados continuaremos sufriendo una situación de estrangulamiento como la actual. Y ello, no obstante, la última encuesta semestral (hasta marzo de 2015) sobre financiación a empresas, realizada por el Banco Central Europeo y en la que por primera vez desde 2009 las empresas españolas y de la zona del euro en general, mejoran su acceso a la financiación bancaria.

Aparece como deseable el avance hacia un sistema financiero más resistente, equilibrado y flexible que facilite a las empresas el acceso a financiación en diferentes circunstancias. El peso del crédito bancario como fuente casi única de financiación ajena es hoy muy elevado para un amplio colectivo de empresas españolas, en especial aquellas de menor tamaño, que se encuentran con dificultades para hacer frente a las restricciones crediticias.

Las 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.

Si comparamos la situación española con la de otros países observamos que nuestra dependencia de la financiación crediticia es exagerada, solo un 20 por 100 de la financiación total se realiza vía mercados, mientras ese porcentaje se acerca al 50 por 100 en el caso de Alemania o Francia y se eleva al 70 por 100 en Estados Unidos. Naturalmente, estos datos son mucho más extremos cuando hablamos de pymes, cuya exposición a los mercados como herramientas de financiación es muy reducida.

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

En estas circunstancias, abrir vías para la financiación de la pyme a través de fondos propios se convierte en una necesidad. Sin embargo, como veremos más adelante, han de vencerse algunas barreras o impedimentos, entre los que destaca un cambio de mentalidad en los propietarios de la pyme, que debe traducirse en una nueva forma de administrar e implementar mecanismos de gobierno de la empresa y de producción de información sufi-

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

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

II. LAS PYMES Y EL MERCADO DE VALORES

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 solo 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.

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.

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 ex-

pectativas, 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 solo 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 solo 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, etcétera.

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, complementa 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 pu-

blicidad, 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.

Por último, aunque las ventajas no se agotan en esta, 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 solo 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.

No obstante, y como se ha comentado anteriormente, pese a las ventajas hasta aquí descritas, las pymes españolas no se han acercado al mercado de valores.

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 veinticinco años anteriores a la crisis crediticia del 2010. Segundo, la reticencia de los empresarios a usar una fuente de financiación que pueda poner en peligro el control de su compañía. Tercero, la complejidad regulatoria y mayor transparencia que exige la presencia en un mercado organizado, que implica no solo remitir periódicamente ciertos estados financieros, sino informar puntualmente de cualquier hecho que pueda afectar al valor de la compañía. Y por último, la asunción de unos costes económicos directos o indirectos, que en opinión de algunos empresarios pueden resultar excesivos.

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

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

En cuanto al peligro de perder el control de la compañía

por haber salido a Bolsa, se trata sin duda de un mal entendimiento de la normativa bursátil, basado en el error de creer que para cotizar hay que poner en manos del mercado la mayoría de las acciones. Para salir a Bolsa solo hace falta que la difusión accionarial entre inversores sea del 25 por 100 del capital. Y en el MAB ese requisito se reduce a una cifra concreta, dos millones de euros. Nadie está obligado a ceder más porcentaje del control que este y si el accionista mayoritario posee más del 50 por 100 de la compañía no tiene más riesgo de perder el control que si no estuviera en el mercado bursátil.

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 familiar 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.

La tercera barrera sería la complejidad de la normativa bursátil tradicional, diseñada para empresas grandes, y la necesaria presentación de una mayor información que pueda ser aprovechada por terceros en contra de la propia empresa o sencillamente, resulte muy complicada de reunir.

Una empresa que sale al mercado a financiarse debe cambiar su mentalidad en relación a dos áreas principales: cómo se va a administrar para tener en cuenta a sus nuevos socios (gobierno corporativo) y cómo va a producir y distribuir la información fi-

nanciera 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.

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. En un contexto normativo cada vez más exigente, las empresas más pequeñas, con menor capacidad de producción de información sofisticada y menos recursos que dedicar a su asesoría jurídica, no han merecido un tratamiento en la normativa bursátil adaptado a sus capacidades.

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.

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.

Por último, en cuanto a los costes, no puede menospreciarse su importancia pues, en el extremo, para una empresa muy pequeña (p.ej. una que desee obtener hasta 10 millones de euros en su salida al mercado) pueden alcanzar un 10 por 100 de los recursos obtenidos. Sin embargo, muchos de estos costes se pagan una sola vez y en las ampliaciones de capital posteriores se reducen sensiblemente. Además, se detraen del capital obtenido, por lo que en cierto modo son los nuevos accionistas los que pagan. La competencia que irá surgiendo en torno a estos mercados para empresas pequeñas cabe esperar que reduzca estas cifras.

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.

CUADRO N.º 1

REQUISITOS PRINCIPALES DE INCORPORACIÓN Y OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN EN EL MAB Y EN LA BOLSA

CONCEPTO	MAB	BOLSA
Requisitos de admisión y registro exigibles a la empresa emisora	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Free-float</i>: al menos equivalente a 2 M € • Nº mínimo accionistas: sin definir • Cuentas auditadas tres últimos ejercicios • Documento Informativo presentado al MAB • No se requiere haber obtenido beneficios • Contar con un asesor registrado • Designar un proveedor de liquidez 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Free-float</i>: 25% del capital suscrito • Nº mínimo accionistas: min. 100 • Cuentas auditadas tres últimos ejercicios • Folleto registrado ante CNMV • Beneficios en 2 últimos años o en 3 no consecutivos de los 5 últimos
Información periódica	<ul style="list-style-type: none"> • Estados financieros anuales auditados • Informe semestral (1^{er} semestre) • Estándar contable nacional 	<ul style="list-style-type: none"> • Estados financieros anuales auditados • Informes trimestrales • Estándar contable internacional (IAS)
Información puntual	<ul style="list-style-type: none"> • Toda información relevante (concepto LMV) • Participaciones significativas (+ de 10%) • Operaciones realizadas por administradores y directivos (+ de 1%) 	<ul style="list-style-type: none"> • Toda información relevante (concepto LMV) • Participaciones significativas (+ de 3 %) • Todas las operaciones realizadas por administradores y directivos
Web	<ul style="list-style-type: none"> • Sí 	<ul style="list-style-type: none"> • Sí
Marcos de gobernanza corporativa y transparencia en la gestión	<ul style="list-style-type: none"> • Voluntario (recomendado consejeros independientes y comisión de auditoría) • Hay normas para proteger al inversor minoritario ante la exclusión de la compañía 	<ul style="list-style-type: none"> • Código Unificado de Buen Gobierno, con sujeción al principio de "cumplir o explicar" • Elaboración informe anual de remuneraciones de consejeros • Comisión de Auditoría compuesta por consejeros externos y presidida por consejero independiente. • Comisión de nombramientos y retribuciones compuesta por consejeros externos y presidida por consejero independiente • Régimen de las OPAS de exclusión

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 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.

Sin embargo, muchas de ellas se han financiado a través de ampliaciones de capital, en el momento inicial de cotización o

posteriormente. Por tanto, 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. A título ilustrativo, el volumen de financiación, vía ampliaciones de capital, de las empresas cotizadas en la Bolsa española, no incluidas en el IBEX 35, alcanzó en 2014 los 3.000 millones de euros y en los últimos diez años, superó los 23.000 millones de euros.

De hecho, en los mercados alternativos europeos de referencia, tanto en AIM (*Alternative Investment Market*) como en

Alternext (mercado alternativo francés) una parte relevante del flujo de empresas proviene del mercado bursátil tradicional.

III. MERCADOS DE VALORES EUROPEOS PARA PYMES

Los mercados bursátiles alternativos para empresas de reducida capitalización están comenzando a encontrar su sitio en Europa continental. Si hasta hace poco solo los países anglosajones contaban con mercados de distintas características orientados a empresas en crecimiento de tamaño pequeño y mediano que pudiesen calificarse de exitosos, 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 20 años, por el que han pasado más de 3.000 compañías. En agosto de 2015 no alcanzan este número, sino que rondan más bien las 1.070 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 en agosto de 2015 tienen 207 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.

El otro referente en Europa es Alternext, el mercado alternativo creado en 2005 por Euronext en Francia, que contaba en diciembre de 2014 con 194 valores de 177 compañías y una capitalización de 8.100 millones de euros.

Ambas experiencias son un buen precedente y un acica-

te 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 empresas 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, con una regulación muy similar a la de sus referentes europeos.

IV. EL MAB: UNA ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN

El MAB no es la Bolsa tradicional. Es un mercado paralelo a la Bolsa. Al amparo de las 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.

El objetivo es el de empresas de capitalización reducida, em-

presas 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.

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.

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. No obstante, 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.

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.

V. EVOLUCIÓN DEL MAB

La experiencia del mercado, algo más de seis 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 pequeñas y medianas empresas 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 y en septiembre de 2015 cuenta con 28 compañías de distinta dimensión y sectores de actividad.

Se puede observar que el tamaño varía considerablemente. También es muy amplio el abanico de los recursos obtenidos en la salida. Además, algunas compañías 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, 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

CUADRO N.º 2

EMPRESAS INCORPORADAS AL MAB

FECHA INCORPORACION	EMPRESA	AMPLIACIÓN INICIAL MILLONES €	CAPITALIZACION (MILLONES €) 9/14/2015
07/15/2009.....	ZINKIA	7	11,73
12/01/2009.....	IMAGINARIUM	12	15,15
03/12/2010.....	GOWEX	6	572,72
03/25/2010.....	MEDCOMTECH	9	63,84
06/07/2010.....	NEGOCIO (*)	3,7	
06/30/2010.....	BODACLICK (*)	10	
07/01/2010.....	NEURON	2,5	16,15
07/20/2010.....	AB-BIOTICS	3,5	20,15
11/10/2010.....	NOSTRUM (*)	4,4	
12/01/2010.....	ALTIA	2,5	62,72
12/15/2010.....	EURONA	-	75,95
12/30/2010.....	COMMCENTER	2,2	11,16
02/16/2011.....	EUROSPES	-	3,1
06/06/2011.....	CATENON	5	16,48
07/06/2011.....	LUMAR	2,2	6,03
07/28/2011.....	SECUOYA	2	78,85
07/29/2011.....	GRÑO	4,2	54,47
01/26/2012.....	BIONATURIS	2	21,49
03/23/2012.....	CARBURES	2	77,75
03/30/2012.....	MASMOVIL IBERCOM	2,5	267,69
04/12/2012.....	VOUSSE	2	4,21
12/21/2012.....	INKEMIA	-	49,76
07/05/2013.....	EBIOSS	2	40,5
04/22/2014.....	NPG TECHNOLOGY	5	19,24
07/01/2014.....	FACEPHI	-	6,8
07/28/2014.....	ONLY APARTAMENT	-	16,95
11/05/2014.....	EUROCONSULT	-	38,9
12/04/2014.....	HOME MEAL	-	27,78
04/08/2015.....	NBI BEARINGS EUROPE	5	19,48
07/08/2015.....	GREENERGY	3,7	42,04
07/29/2015.....	INCLAM	-	47,31
	TOTAL 2009	19	
	TOTAL 2010	43,8	
	TOTAL 2011	13,4	
	TOTAL 2012	8,5	
	TOTAL 2013	2	
	TOTAL 2014	5	
	TOTAL 2015	8,7	
	TOTAL	100,4	1.688

Nota: (*) empresas excluidas.

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 que han accedido al MAB han obtenido coincidiendo con su salida al mercado algo más de 100 mi-

llones de euros y desde su inicio hasta septiembre de 2015, algunas de ellas han realizado ampliaciones de capital posteriores a su incorporación por un importe conjunto de casi 300 millones de euros, que se ha venido a sumar a los que obtuvieron con la salida al MAB.

En total, cerca de 400 millones de euros de nuevos recursos para financiar la expansión, fusión y absorción de otras em-

presas 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.

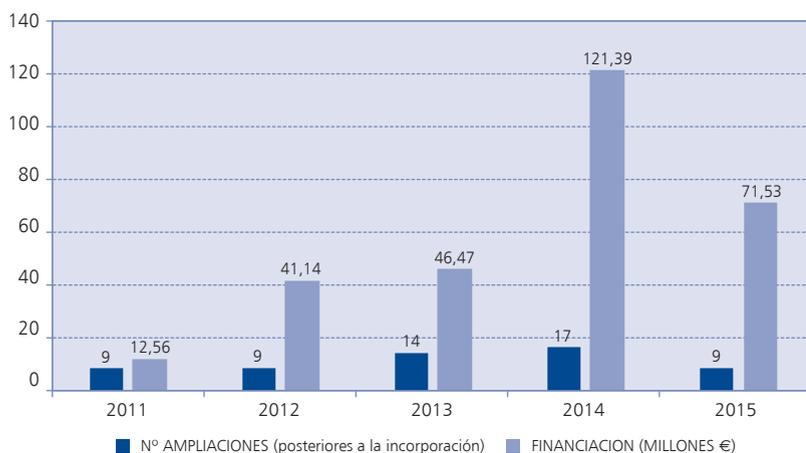
Además de la positiva valoración que se ha puesto de manifiesto en el apartado anterior, en términos de número de compañías que han accedido al MAB y

GRÁFICO 1
AMPLIACIONES SIMULTÁNEAS A LA INCORPORACIÓN



N.º Operaciones: 23
Importe Total: 100 M€

GRÁFICO 2
AMPLIACIONES POSTERIORES A LA INCORPORACIÓN



N.º Operaciones: 58
Importe Total: 293 M€

volumen de recursos obtenidos, el balance de los seis 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 y que evidencia un crecimiento saludable del balance agregado de las compañías, que en un entorno de crisis, no solo 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.

Se pone de manifiesto, también, a través de la visión de sus protagonistas, que las empresas negociadas en el MAB, no solo 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.

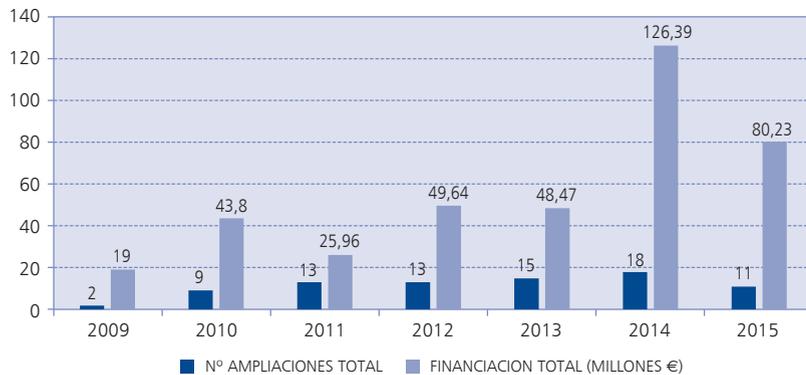
Las contrapartidas para la obtención de esas ventajas, tienen asimismo una valoración positiva y han consistido en una mayor transparencia que aporta rigor en la disciplina de la empresa y, en definitiva, en su cultura corporativa, y en la asunción de los costes que implica la captación de recursos a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

VI. PERSPECTIVAS DEL MAB

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

La demanda de acciones emitidas por pequeñas compañías es el punto más débil en la estructura

GRÁFICO 3
FINANCIACIÓN TOTAL EMPRESAS MAB



N.º Operaciones: 81
Importe Total: 393 M€

actual del mercado de valores español. Los inversores perciben las compañías pequeñas como una opción más arriesgada que las grandes. En consecuencia, exigen un rendimiento mayor o lo que es lo mismo, ofrecen una valoración menor para compensar el riesgo extra. Adicionalmente, un tamaño pequeño y un porcentaje limitado del capital disponible para invertir implican una liquidez reducida. Ambos factores hacen difícil atraer inversión para empresas jóvenes, incluso con alto potencial de crecimiento. El número de inversores dispuestos a asumir riesgos mayores y dificultades de liquidez es pequeño. Este no es un problema exclusivo de España.

Puesto que el reto más importante es la falta de demanda inversora, las propuestas de este capítulo se centran en el lanzamiento de fondos especializados y la elaboración de incentivos fiscales que animen a los inversores a considerar estos valores como objetivo para sus carteras. Adicionalmente, ayudaría mucho la creación de un fondo público con el objetivo de invertir en este tipo de compañías. Estas iniciativas están presentes en los dos

mercados europeos de referencia. Ambos se han visto alentados con estructuras adecuadas de inversión y con incentivos fiscales muy atractivos, que durante años han impulsado un flujo de dinero privado hacia estos valores pequeños.

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

1. Instituciones de inversión colectiva especializadas en inversión en empresas medianas y pequeñas negociadas en el MAB o en la Bolsa

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

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

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

Para ello, creemos que sería sencillo introducir una modificación en la regulación española de instituciones de inversión colectiva para definir un nuevo tipo de fondos especializados en valores medianos y pequeños, muchos de ellos negociados en mercados

alternativos (sistemas multilaterales de negociación). Estas nuevas instituciones de inversión colectiva se podrían enmarcar en las actualmente llamadas de inversión libre o alternativa.

2. Incentivos fiscales necesarios para la inversión

Un incentivo fiscal ha demostrado ser la fórmula más eficiente para atraer fondos dispuestos a asumir un mayor riesgo en valores muy poco líquidos, pero esenciales para el crecimiento de la economía y la creación de empleo. Gran Bretaña y Francia llevan aplicándolos desde hace años y la capacidad de sus pymes de financiarse en mercados de valores es una realidad. Es imprescindible un incentivo fiscal muy atractivo para invertir en las empresas pequeñas que coticen en el MAB o incluso en la Bolsa.

Para inversores personas físicas se propone el siguiente esquema:

1. Dedución 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, directamente o a través de los mencionados fondos especializados.

2. Diferimiento en las plusvalías si se reinvierte en estos fondos especializados o en nuevas ampliaciones de compañías MAB.

Por su parte, para inversores personas jurídicas se debería asimilar a los beneficios fiscales del capital riesgo el tratamiento de las plusvalías en el impuesto de sociedades (exención del 99 por 100 cuando la desinversión se produzca transcurrido más de un año) y deducción plena de la

doble imposición en dividendos recibidos de estas empresas.

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

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 solo en los territorios correspondientes es, sin duda, un paso en la dirección correcta. Una decisión similar desde la Hacienda Estatal sigue siendo imprescindible.

3. Creación de un fondo público que participe en las ampliaciones de capital de empresas MAB, iniciales o posteriores

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

Un fondo público tiene menos presión en el corto plazo desde sus partícipes, y puede centrarse en empresas más pe-

queñas y con ciclo de maduración más largo. Además, tiene mayor capacidad para incorporar criterios sociales para la inversión, como la creación de empleo o el fomento de la innovación. Sirva de ejemplo en este sentido, el Fondo de Capital Riesgo creado por el Instituto Catalán de Finanzas, dotado con 10 millones de euros para invertir en ampliaciones de capital de empresas catalanas cotizadas en el MAB.

4. Promoción del análisis independiente sobre valores medianos y pequeños cotizados en Bolsa o en el MAB y mejora de la información disponible de los mismos

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

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

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

VII. CONCLUSIONES

1. Un modelo de financiación empresarial que tiene como

<p>fuente casi exclusiva el crédito bancario es poco sostenible y hace a las empresas españolas especialmente vulnerables a una contracción del mismo.</p> <p>2. Es necesario ofrecer a las pymes un acceso eficiente y justo a un abanico más amplio de financiación, que complemente la del crédito bancario.</p> <p>3. En este contexto, abrir vías para la financiación de las pymes a través de fondos propios se convierte también en una necesidad.</p> <p>4. Los mercados de capitales, la Bolsa, constituyen un marco muy adecuado para la obtención de recursos propios por parte de las empresas, vía ampliaciones de capital.</p> <p>5. Tradicionalmente las pymes españolas no se han acercado al mercado de valores, por cuatro grandes razones: la abundancia del crédito, el temor a la pérdida de control de la compañía, la complejidad regulatoria y la mayor transparencia por la incor-</p>	<p>poración al mercado y los costes económicos de acceso y permanencia en el mismo.</p> <p>6. Los mercados bursátiles alternativos para empresas de reducida capitalización se están consolidando en Europa.</p> <p>7. Con esa referencia, en España y promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME) se puso en funcionamiento en 2009 el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) dirigido a empresas de reducida capitalización (pymes) que quieren crecer y expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características.</p> <p>8. La evolución del MAB presenta un balance satisfactorio que permite afirmar que con este mercado las pymes en expansión disponen de una ventana recurrente de financiación, a través de recursos propios.</p> <p>9. Además de esa valoración favorable, 28 compañías y cerca de 400 millones de nuevos re-</p>	<p>ursos propios captados, la evolución del MAB pone también de manifiesto otros resultados positivos para las empresas que se han incorporado, como son, en términos cuantitativos, un crecimiento de las principales magnitudes económicas agregadas de dichas compañías y, en términos cualitativos, los efectos también positivos derivados de la mayor notoriedad, prestigio, transparencia y rigor consecuencia de la incorporación al MAB.</p> <p>10. En el capítulo de perspectivas y en definitiva para facilitar el acceso a la financiación de las pymes a través de los mercados de valores, como el MAB, partiendo de la experiencia de los mercados europeos de referencia, sería necesario aumentar la demanda inversora y para ello la creación de estructuras especializadas de inversión y unos incentivos fiscales atractivos, así como la creación de un fondo público para invertir en este tipo de compañías y la mejora en el análisis y seguimiento de las mismas, se configuran como alguna de las asignaturas pendientes.</p>
--	---	---