



El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales

Óscar Arce
Elías López
Lucio Sanjuán

Documentos de Trabajo
Nº 52



El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales

Óscar Arce
Elías López
Lucio Sanjuán

Documentos de Trabajo

Nº 52

Noviembre 2011

Los autores agradecen los comentarios y sugerencias de Fernando Restoy y otros profesionales vinculados a la CNMV. También muestran su agradecimiento a los participantes en el Seminario de Trabajo «Los retos para la financiación de las pymes españolas en el escenario postcrisis», organizado por la CNMV en marzo de 2011.

Óscar Arce, Elías López and Lucio Sanjuán are respectively the Director, Deputy Director and an Economist at the CNMV's Research, Statistics and Publications Department.

The opinions in this Working Paper are the sole responsibility of the authors and they do not necessarily coincide with those of the CNMV.

The CNMV publishes this Working Paper Series to spread research in order to contribute to the best knowledge of the stock markets and their regulation.

The CNMV distributes its reports and publications via the Internet at www.cnmv.es

© CNMV. The contents of this publication may be reproduced, subject to attribution.

Óscar Arce, Elías López y Lucio Sanjuán, respectivamente Director, Subdirector y Técnico del Departamento de Estudios Estadísticos y Publicaciones de la CNMV.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección www.cnmv.es

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición impresa): 2172-6337

ISSN (edición electrónica): 2172-7147

Depósito Legal: BI-2910-2010

Maqueta e imprime: Composiciones Rali, S.A.

Resumen

El principal objetivo de este trabajo es contribuir a la reflexión sobre cómo impulsar la financiación, a través del mercado y otras fuentes externas alternativas al crédito bancario, de las empresas de creación reciente y elevado potencial de crecimiento. En el debate actualmente en curso destacan, sobre todo, cuatro cuestiones: cómo asegurar una base inversora suficientemente amplia, cómo superar las posibles barreras que dificultan la salida al mercado de las empresas, el diseño de los mercados para valores de pequeña y mediana capitalización y el papel de la regulación. Como es natural, la reflexión en torno al papel de los incentivos fiscales juega un papel notable respecto a las dos primeras cuestiones. En la tercera cuestión, el debate se centra, sobre todo, en cómo resolver los problemas de visibilidad que afectan a los mercados de valores de pequeña y mediana capitalización y si resulta o no adecuado un marco exclusivamente nacional para garantizar el crecimiento de dichos mercados. En cuanto al papel de la regulación, la discusión se centra en la conveniencia de adaptar los requisitos a una «escala pyme» y en el impacto que ello tendría sobre la protección de los inversores.

Índice general

1	Introducción	11
2	La estructura de financiación de las pymes	13
3	El impacto de la crisis en la financiación de las pymes	17
4	Retos futuros en la financiación de las pymes	23
5	El debate sobre cómo impulsar la participación de las pymes en los mercados de capitales	29
	Ampliación de la base inversora	29
	Iniciativas para fomentar la participación de las empresas en el mercado	34
	Mercados nacionales versus mercados paneuropeos	36
	Cuestiones relacionadas con la regulación del mercado	37
6	Conclusiones	43
	Bibliografía	47

Índice de gráficos

Gráfico 1	Estructura del pasivo de las sociedades no financieras. Promedio 2000-2009	14
Gráfico 2	Encuesta sobre préstamos bancarios. Crédito a empresas	17
Gráfico 3	Tipo de interés de los créditos bancarios a las sociedades no financieras. Nuevas operaciones	19
Gráfico 4	Crédito bancario a sociedades no financieras. Nuevas operaciones	19
Gráfico 5	Indicadores de acceso y disponibilidad del crédito bancario de las sociedades no financieras	20
Gráfico 6	Emisiones de renta variable domésticas según tamaño de la operación. Sociedades no financieras	22
Gráfico 7	Problema más acuciante que afrontan las empresas	23
Gráfico 8	Inversiones del capital riesgo clásico en 2009 por fase de desarrollo (% del PIB)	26

Índice de cuadros

CUADRO 1	Principales mercados alternativos	28
----------	-----------------------------------	----

1 Introducción

A finales de 2010, las pymes suponían el 99,9% del sector empresarial no financiero español, en términos del número de empresas, y aportaban el 76% del empleo y el 68% del valor añadido de dicho sector.¹ Estos porcentajes, que superan en unos diez puntos porcentuales a los observados para el conjunto de la Unión Europea (UE), ponen de relieve una mayor preponderancia de las pymes en nuestra economía, que se hace aún más patente si se compara con las principales economías de la UE. Así, mientras que las grandes empresas españolas generan en 2010 el 24% del empleo en las empresas no financieras, este porcentaje se eleva al 40% en Francia, el 39% en Alemania y el 46% en el Reino Unido. En cuanto a la generación de valor añadido, la contribución del 32% del total del valor añadido de la economía por parte de las grandes empresas españolas contrasta con el 44%, el 46% y el 59%, respectivamente, en los países citados anteriormente. Entre las grandes economías de la UE, solo en Italia se aprecia una situación parecida a la española, con contribuciones de las grandes empresas que se reducen al 19% del empleo y al 29% del valor añadido.

Dada la importancia de las pymes para la economía europea y, de manera especial, para la española, no debería sorprender la preocupación suscitada por los problemas de financiación a los que se enfrentan estas empresas desde el inicio de la crisis financiera en 2007.² Como se analiza en este artículo, estos problemas están agudizados en el caso español por la fuerte dependencia de las pymes respecto a la financiación bancaria y el reducido papel que juegan otras fuentes de financiación externa, como las fórmulas de capital riesgo y la financiación a través de los mercados de valores. Así, la experiencia de algunos países donde el papel de los mercados está más desarrollado muestra la existencia de un efecto compensador de la financiación de mercado respecto a la contracción del crédito bancario en el marco de la actual crisis financiera.³

La preocupación respecto a la financiación de las pymes no solo proviene de las dificultades actuales derivadas del impacto de la crisis financiera. También pesan en esta cuestión ciertas incertidumbres a medio plazo, y de forma particular, la posibilidad de una recuperación lenta del crédito bancario, en línea con la experiencia de la crisis de 1993-94, y los posibles efectos contractivos sobre las condiciones de

1 La Comisión Europea considera pymes a empresas con menos de 250 trabajadores, con un volumen de negocios anual no superior a 50 millones de euros o un balance no superior a 43 millones. Véase Comisión Europea (2010 y 2011).

2 Dos buenos ejemplos de dicha preocupación se encuentran en el foro permanente para el seguimiento de la evolución del mercado y el desarrollo de iniciativas que promuevan el acceso a la financiación de las pymes establecido por la Comisión Europea en 2010 (http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/financing-environment/sme-finance-forum/index_en.htm) y en las recomendaciones emitidas ese mismo año por el Grupo de Trabajo sobre pymes y emprendimiento de la OCDE (OCDE, 2010).

3 En el capítulo 2 del Informe Anual de la CNMV de 2010 (CNMV, 2011) se presenta evidencia al respecto.

acceso al crédito bancario para las pymes de la nueva regulación prudencial, concebida en el marco de la respuesta global a los problemas que generaron la crisis financiera.

En este contexto de dificultades actuales y retos futuros se hace más necesario, si cabe, impulsar alternativas al canal bancario para la financiación externa de las pymes. Esta necesidad resulta especialmente patente en lo que se refiere a la financiación de las primeras etapas de vida de las empresas con potencial de crecimiento y que, en muchos casos, revisten un carácter estratégico para la economía por su perfil innovador. Las fórmulas especializadas en estas etapas, como el capital riesgo tanto informal (*business angels*) como formal y los mercados de valores, entre los que destacan los denominados mercados alternativos, en general, tienen todavía un desarrollo insuficiente tanto en nuestro país como en otros países europeos. En algunas economías de nuestro entorno, las autoridades han desarrollado políticas de apoyo a la financiación de las empresas en crecimiento, entre las que se incluyen algunos tipos de incentivos fiscales. La preocupación por la financiación de las pymes se está reflejando también, a escala comunitaria, en el actual proceso de revisión de las principales directivas que afectan a los mercados de valores. En este caso, se están sometiendo a debate algunas propuestas tendentes a establecer una «escala pyme» de la regulación, con vistas a flexibilizar los requisitos para los valores de pequeña y mediana capitalización.

El presente trabajo tiene como principal objetivo contribuir a la reflexión sobre cómo impulsar la financiación, a través del mercado y otras fuentes externas alternativas al crédito bancario, de las empresas de creación reciente y elevado potencial de crecimiento. En el debate actualmente en curso destacan, sobre todo, cuatro cuestiones: cómo asegurar una base inversora suficientemente amplia, cómo superar las posibles barreras que dificultan la salida al mercado de las empresas, el diseño de los mercados para valores de pequeña y mediana capitalización y el papel de la regulación. Como es natural, la reflexión en torno al papel de los incentivos fiscales juega un papel notable respecto a las dos primeras cuestiones. En la tercera cuestión, el debate se centra, sobre todo, en cómo resolver los problemas de visibilidad que afectan a los mercados de valores de pequeña y mediana capitalización y si resulta o no adecuado un marco exclusivamente nacional para garantizar el crecimiento de dichos mercados. En cuanto al papel de la regulación, la discusión se centra en la conveniencia de adaptar los requisitos a una «escala pyme» y en el impacto que ello tendría sobre la protección de los inversores.

El trabajo se organiza como sigue. En el apartado 2 se revisa la estructura de la financiación de las pymes y se compara con la de las grandes empresas. En el apartado 3 se analiza el impacto en la financiación de las pymes de la última crisis financiera. En el apartado 4 se exponen los principales retos a los que se enfrentan las pymes en materia de financiación. En el apartado 5 se presentan los principales elementos del actual debate en torno a cómo impulsar la participación de las pymes en los mercados de capitales. Finalmente, el apartado 6 presenta unas consideraciones finales.

2 La estructura de financiación de las pymes

Una de las teorías más influyentes en el ámbito de las finanzas corporativas sugiere la existencia de un sesgo hacia las fuentes de financiación empresariales internas frente a las externas, debido a que las desventajas informativas de los potenciales inversores externos tienden a encarecer las segundas.⁴ Dado que, en general, las asimetrías informativas son mayores en el caso de las empresas con menor tamaño o historial, cabe esperar que las condiciones de acceso a recursos financieros externos sean comparativamente más desfavorables para las empresas de menor tamaño, como así parece evidenciarse en un buen número de trabajos empíricos.⁵ Por otro lado, cuando acuden a fuentes de financiación externas, en muchos casos, estas empresas prefieren endeudarse antes que financiarse mediante instrumentos de renta variable debido, principalmente, a que los accionistas de referencia tratan de evitar interferencias en el control de la firma.

Las encuestas dirigidas a los empresarios tienden a confirmar este patrón de comportamiento. Así, por ejemplo, en la encuesta del Banco Central Europeo sobre el acceso de las pymes a la financiación correspondiente al primer semestre de 2009 solo el 6,4% de las empresas del área euro incluidas en la muestra afirmaban que optarían por la renta variable para alcanzar sus objetivos de crecimiento en caso de necesitar financiación externa.⁶ No obstante, la captación de nuevos accionistas puede resultar crucial para determinados proyectos como, por ejemplo, cuando se trata de impulsar un crecimiento relativamente rápido en una empresa de creación reciente que opere con tecnologías o con productos novedosos. Obtener financiación para este tipo de empresas resulta, en cualquier caso, difícil debido al elevado riesgo inherente a este tipo de proyectos y a la frecuente insuficiencia de activos tangibles que puedan utilizarse como garantía.

El análisis de la estructura del pasivo de las empresas no financieras aporta evidencia sobre la importancia real de los recursos externos en la financiación empresarial.

4 Myers y Maljuf (1984) contienen algunas de las contribuciones seminales relativas a esta teoría. Con posterioridad, la idea de las asimetrías de información y los problemas de agencia a los que aquella puede dar lugar han motivado el desarrollo de buena parte de la literatura macrofinanciera reciente en la que se estudia el impacto macroeconómico de determinadas fricciones financieras, como las restricciones al endeudamiento empresarial o los requisitos de garantías o colaterales en las operaciones de préstamo. Véanse, por ejemplo, Bernanke y Gertler (1989), Hart y Moore (1994) y Kiyotaki y Moore (1997).

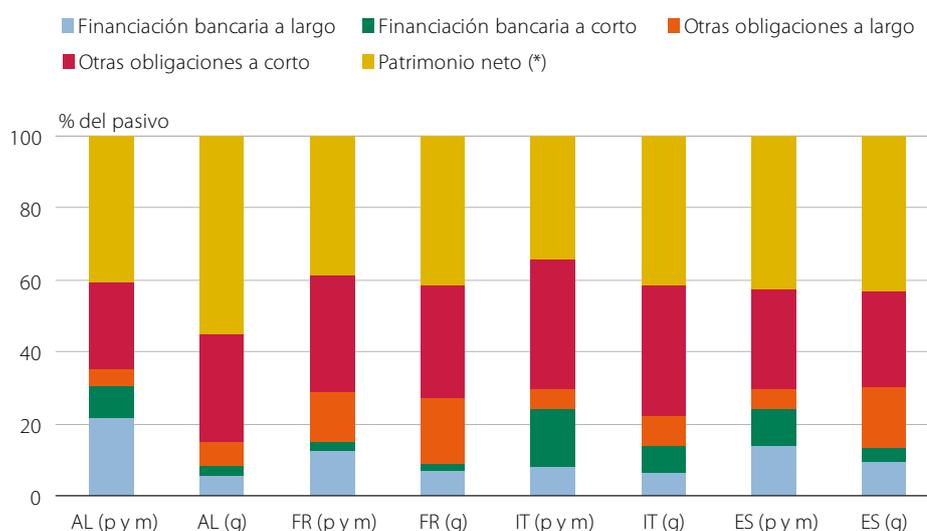
5 Véanse, por ejemplo, Carpenter y Petersen (2002), Cassar (2004), Ramalho y Vidigal (2007), y Kitching et al. (2009).

6 Respuesta a la pregunta número 20 de la encuesta (Banco Central Europeo, 2009). No obstante, también se advierte que, por lo menos en algunos países, la predisposición a financiarse mediante renta variable por parte de las pymes aumenta con su tamaño. Así ocurre, por ejemplo en Francia y Alemania, donde tal predisposición se manifiesta en más del 15% de las pymes de mayor tamaño incluidas en la muestra.

Así se aprecia, por ejemplo, en el gráfico 1, que muestra información agregada basada en cuentas anuales armonizadas para España y otros tres grandes países europeos, relativa a la estructura del pasivo de las pymes y las grandes empresas durante el período 2000-2009. Atendiendo exclusivamente a la deuda (financiación bancaria y otras obligaciones), se advierte que, con excepción de las grandes empresas alemanas, este recurso externo supuso, en promedio, más de la mitad del pasivo tanto en empresas grandes como en pymes durante el período considerado. En el caso de las pymes españolas, el peso de la deuda en dicho período se situó en el 57% del pasivo, mientras que en los otros tres países considerados este porcentaje fue aún más elevado, en torno al 62% en promedio.

**Estructura del pasivo de las sociedades no financieras
Promedio 2000-2009**

GRÁFICO 1



Fuente: BACH.

(*) Incluye capital, reservas, provisiones y devengos.

g: Grandes empresas.

p y m: Pequeñas y medianas empresas.

AL: Alemania; FR: Francia; IT: Italia; ES: España.

El gráfico 1 también pone de manifiesto la existencia de diferencias importantes entre las pymes y las grandes empresas en cuanto a la composición del pasivo. Estas diferencias se aprecian, principalmente, en la composición de la deuda, ya que el peso relativo de los recursos propios en el pasivo no es muy distinto para uno y otro tipo de empresas, salvo en el caso de Alemania, donde la financiación de las grandes empresas se apoya en una mayor aportación de recursos propios. En particular, una de las diferencias más importantes es la que se refiere al peso relativo de la financiación bancaria en el endeudamiento de la empresa, claramente mayor en las pymes que en las grandes empresas, lo que resulta consistente con la idea de que las segundas disponen de más alternativas que las primeras para diversificar sus fuentes de financiación. Así, mientras que la financiación bancaria supone, en promedio, el 39% de la deuda total para las pymes consideradas, este porcentaje se reduce al 20% para las grandes empresas. En el caso español, el canal bancario aporta el 42% de la deuda total para las pymes, mientras que su peso en el pasivo total se sitúa en torno al 24%. Para las grandes empresas españolas, este tipo de deuda representa el 24% del total, con un peso en el pasivo del 13%. Por otro lado, la evidencia disponible

sugiere que la importancia relativa del canal bancario en la financiación de las empresas varía notablemente con el sector de actividad.⁷

La distinta composición del endeudamiento se hace especialmente patente en la financiación a largo plazo, esencial para el crecimiento de las empresas. En el gráfico 1 se advierte que, en el caso de las pymes, el crédito bancario predomina claramente en este apartado sobre la deuda no bancaria. En cambio, para las grandes empresas, las aportaciones de ambos tipos de deuda son más equilibradas o se invierten en favor de la deuda no bancaria a largo plazo, dentro de la cual se incluye, entre otros componentes, la apelación a los mercados de valores mediante emisiones de renta fija.

Para computar el peso de los recursos externos en el pasivo de las empresas no financieras, además de la deuda, hay que tener en cuenta las aportaciones al capital social realizadas a lo largo del tiempo por socios distintos de los fundadores o de su círculo familiar o personal. Las encuestas y, en general, los trabajos de campo sugieren que tales aportaciones son limitadas en el caso de las pymes y que los empresarios que controlan este tipo de firmas tienden a considerar la financiación externa mediante acciones como un recurso de última instancia. De acuerdo con algunos trabajos realizados en el Reino Unido en distintos momentos de los últimos años, solo entre el 1% y el 3% de las pymes recurrirían a este tipo de financiación.⁸

Así pues, los datos basados en el balance ponen de manifiesto que la financiación bancaria juega un papel central dentro de las fuentes externas de financiación de las pymes y que la financiación basada en los mercados de valores, sea a través de emisiones de renta fija o mediante la captación de nuevos accionistas, es muy reducida. Como se ha indicado, las encuestas dirigidas a empresarios sugieren que el canal bancario es el mecanismo mejor considerado para la financiación de nuevos proyectos inversores. Así se desprende, en particular, de la encuesta del Banco Central Europeo sobre el acceso de las pymes a la financiación correspondiente al primer semestre de 2009, donde el 73% de las pymes indican que preferirían este canal de financiación para alcanzar sus objetivos de crecimiento en caso de necesitar recursos externos. Este porcentaje contrasta con el 6,4% de las empresas que, como se señaló anteriormente, se decantaría por dar entrada en el capital a nuevos socios.⁹

7 En el caso español, el sector más dependiente de la financiación bancaria es el de la construcción y promoción inmobiliaria. Durante el período 2000-2009, el peso relativo de este tipo de financiación en el pasivo se situó, en promedio, en el 37% tanto para las grandes empresas como para las pymes.

8 Véanse, por ejemplo, Fraser (2005) y Department for Business, Innovation and Skills (2009).

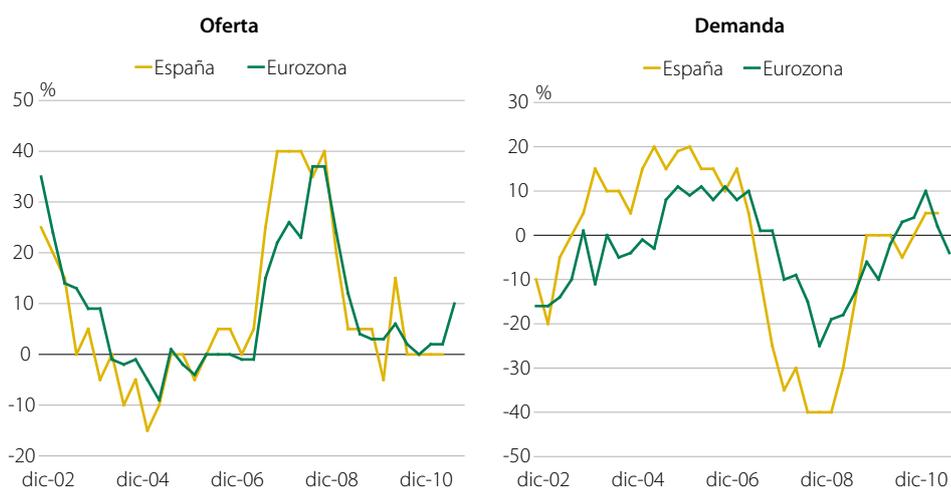
9 Véase Banco Central Europeo (2009).

3 El impacto de la crisis en la financiación de las pymes

Dada su importancia, no es extraño que los problemas relacionados con la financiación de las pymes conciten el interés de la opinión pública y de las autoridades, especialmente en situaciones de intensa contracción del crédito y de la actividad económica. De hecho, la actual crisis financiera ha repercutido de manera especialmente severa en el canal de financiación bancario que, como se ha indicado, es una fuente crucial para las empresas de menor tamaño. En concreto, el colapso de varios mercados mayoristas, fundamentales para la provisión de liquidez a las entidades financieras, entre ellos el mercado interbancario y el de titulizaciones, dio lugar a un endurecimiento generalizado de los criterios de aprobación de créditos dirigidos a las empresas por parte de las entidades bancarias, como se ilustra en el panel izquierdo del gráfico 2, que refleja la opinión de las propias entidades sobre la evolución de las condiciones de acceso al crédito durante el período considerado. Aunque estas condiciones tendieron a estabilizarse en la zona euro a comienzos de 2009, gracias, en parte, a las medidas adoptadas por el Eurosistema y los distintos gobiernos, los criterios siguen siendo en la actualidad considerablemente más estrictos que antes de la crisis, en un marco en el que, además, la demanda solvente de crédito por parte de las empresas se ha resentido sensiblemente (véase el panel derecho del gráfico 2).

Encuesta sobre préstamos bancarios.¹ Crédito a empresas

GRÁFICO 2



Fuente: Banco Central Europeo y Banco de España. Datos hasta el tercer trimestre de 2011 para la Eurozona y hasta el segundo trimestre para España.

- 1 Oferta: Un aumento/disminución del índice señala el endurecimiento/relajación en las condiciones de acceso al crédito respecto al trimestre precedente. Demanda: Un aumento/disminución señala el aumento/disminución de la demanda de crédito de las empresas no financieras. Indicador = % de entidades que señalan aumento considerable x 1 + % de entidades que señalan cierto aumento x $\frac{1}{2}$ - % de entidades que señalan un cierto descenso x $\frac{1}{2}$ - % de entidades que señalan un descenso considerable x 1.

A pesar de que las medidas adoptadas por las autoridades económicas y monetarias propiciaron un descenso generalizado de los tipos de interés, la brecha entre el coste de financiación bancaria soportado por las pymes y las grandes empresas se amplió significativamente a raíz de la crisis. Así lo sugiere el comportamiento del diferencial entre el coste de los créditos empresariales de importe inferior a un millón de euros y los de un importe superior (véase el gráfico 3). En España, el incremento de la brecha durante el momento álgido de la crisis financiera fue especialmente elevado y, aunque se ha producido desde entonces una cierta reducción de la misma, su nivel sigue siendo considerablemente mayor que en el período previo a la crisis y claramente superior al observado en el conjunto del área del euro. El mayor impacto de la crisis sobre la financiación de las pymes en comparación con las grandes empresas también se aprecia en la evolución temporal del crédito bancario concedido a unas y a otras. Así lo sugiere, por ejemplo, el gráfico 4, en el que se presenta la evolución de las operaciones de crédito dirigidas a sociedades no financieras para importes de hasta un millón de euros y superiores. Como se aprecia en dicho gráfico, una vez iniciada la crisis, las operaciones del primer tipo empezaron a caer con intensidad aproximadamente un año antes que las del segundo tipo.

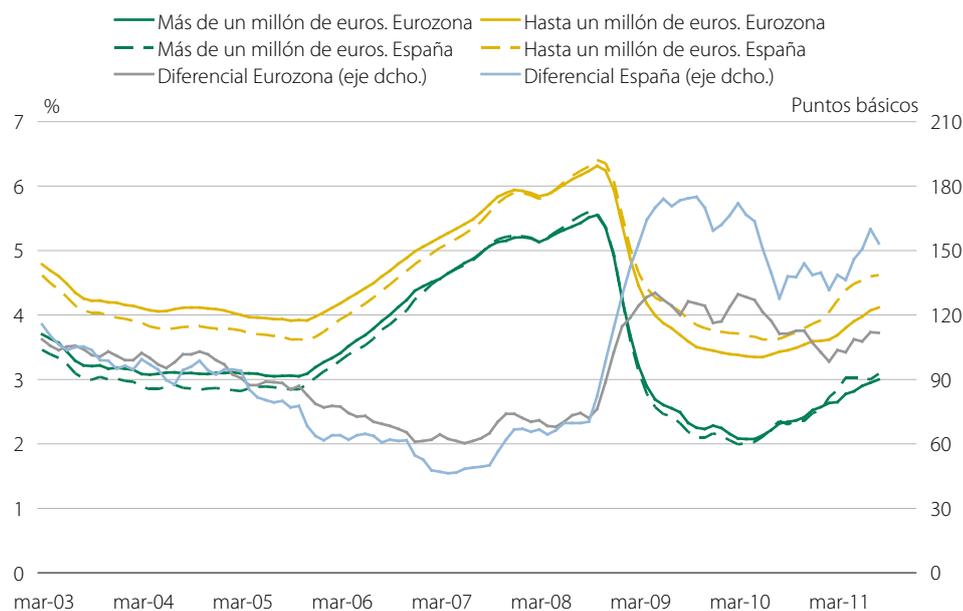
En este difícil contexto, la puesta en marcha de varias iniciativas públicas dirigidas a mejorar las condiciones de acceso a la financiación de las pymes ha contribuido a paliar los efectos contractivos en la oferta de crédito bancario. Por ejemplo, de acuerdo con la Asociación Europea de Sociedades de Garantía Recíproca, el importe de los avales públicos a operaciones de crédito de empresas de tamaño reducido aumentó en la zona del euro un 58% en 2009, en contraste con un crecimiento anual promedio del 8,2% entre 2002 y 2008.¹⁰ No obstante, a pesar de su extraordinario crecimiento relativo, los avales solo han beneficiado a un 8% de las pymes europeas y es difícil pensar que, dado el fuerte aumento del endeudamiento de las Administraciones Públicas y la presión actual para que este se reduzca, los avales puedan tener una cobertura mucho mayor. En el plano nacional, los datos basados en encuestas a pymes¹¹ indican que, entre las pymes que demandan financiación ajena, el recurso a las sociedades de garantía recíproca ha aumentado de forma considerable, pasando del 3,2% del total en marzo de 2009 al 11% en marzo de 2011, como se puede apreciar en el panel inferior derecho del gráfico 5. En este mismo panel se observa, asimismo, un aumento considerable entre ambas fechas en el porcentaje de pymes demandantes de financiación ajena que han solicitado créditos del Instituto de Crédito Oficial (ICO), entidad que ha reforzado y ampliado su ámbito de actuación mediante la puesta en marcha de nuevas líneas de mediación destinadas a financiar las necesidades de circulante de este tipo de empresas. En concreto, el porcentaje de empresas solicitantes sobre el total de demandantes de financiación ajena pasó del 24,2% en el primer trimestre de 2009 al 37,5% en el mismo período de 2011.

10 Véase European Association of Mutual Guarantee Societies (2010).

11 Véase Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2011).

Tipo de interés de los créditos bancarios a las sociedades no financieras Nuevas operaciones¹

GRÁFICO 3

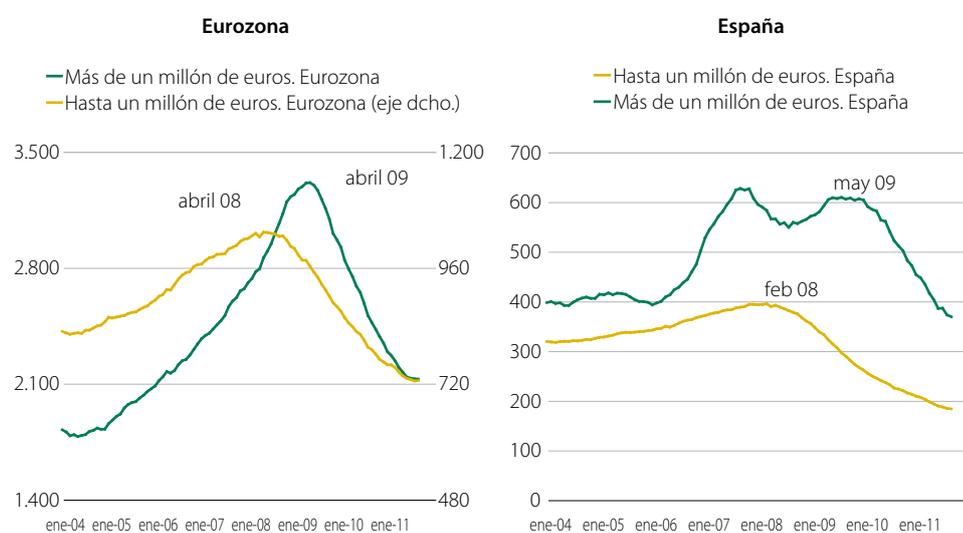


Fuente: Banco Central Europeo y Banco de España.

¹ Media móvil trimestral hasta agosto de 2011.

Crédito bancario a sociedades no financieras. Nuevas operaciones¹

GRÁFICO 4



Fuente: Banco Central Europeo y Banco de España.

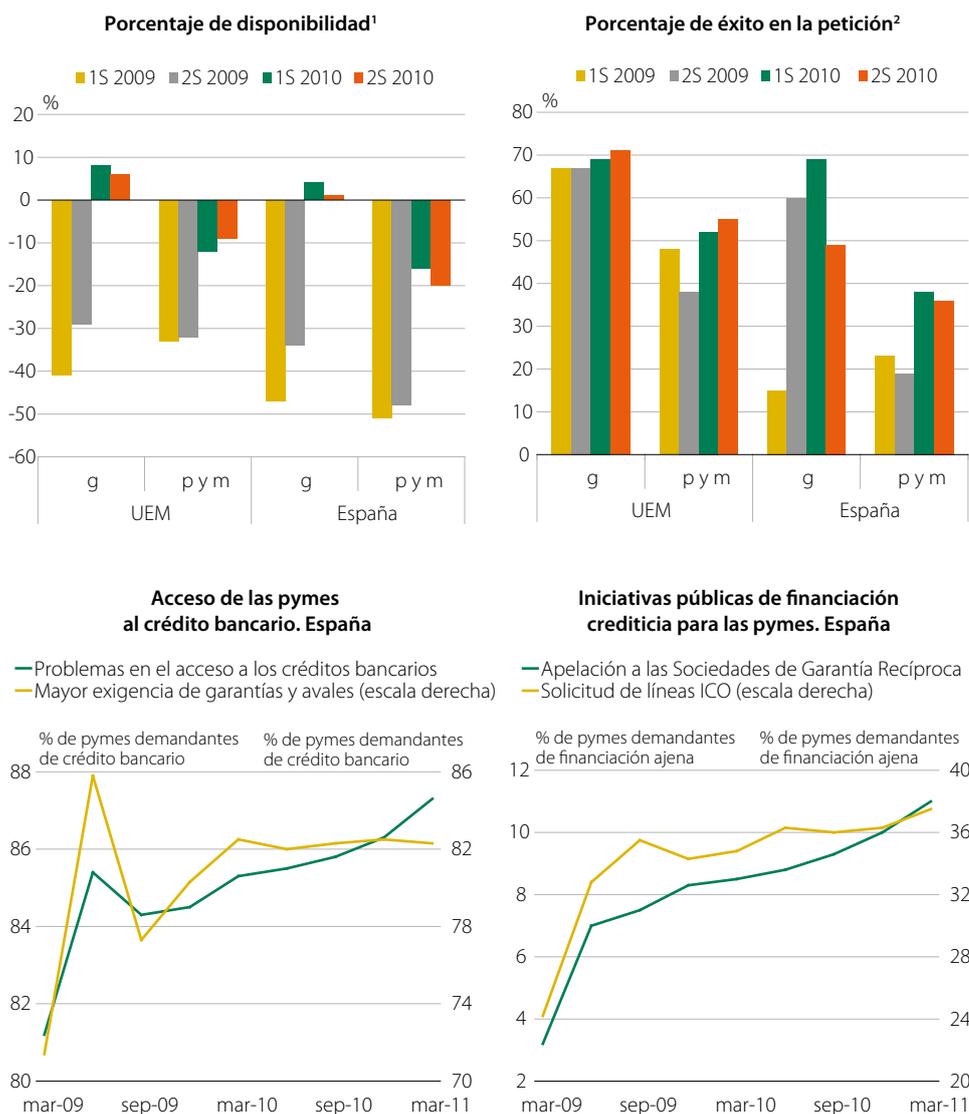
¹ Datos acumulados de doce meses hasta agosto de 2011. Importes en miles de millones de euros.

Con todo, en estos momentos, parece claro que una parte importante de las pymes afrontan las dificultades de acceso a la financiación bancaria propias de un episodio de crisis financiera y recesión económica generalizada como el actual, recurriendo para ello a los recursos internos acumulados o, incluso, al patrimonio personal de los empresarios. Así, los datos más recientes procedentes de la encuesta llevada a cabo por el Banco Central Europeo acerca de la situación actual y de las perspectivas a corto plazo relativas a las condiciones de acceso al crédito bancario por parte de las

pymes en la zona euro sugieren que las dificultades para estas empresas todavía no han comenzado a remitir ni en España ni en la zona euro en su conjunto (véanse los dos paneles superiores del gráfico 5). En el caso español, la encuesta sobre acceso de las pymes a la financiación ajena llevada a cabo por el Consejo Superior de Cámaras de Comercio apunta en la misma dirección, como se aprecia en el panel inferior izquierdo del gráfico 5.

Indicadores de acceso y disponibilidad del crédito bancario de las sociedades no financieras

GRÁFICO 5



Fuente: Encuesta de Acceso a la Financiación de las Pymes de la Eurozona (Banco Central Europeo) y Encuesta sobre el Acceso de las Pymes a la Financiación Ajena (Consejo Superior de Cámaras de Comercio).

1 Porcentaje de empresas que indican una mejora de la disponibilidad de este tipo de financiación menos el porcentaje de empresas que indican un empeoramiento del mismo.

2 Porcentaje de empresas a las que se les ha concedido completamente la financiación solicitada menos el porcentaje de empresas a las que se les ha denegado.

g: Grandes empresas; p y m: Pequeñas y medianas empresas.

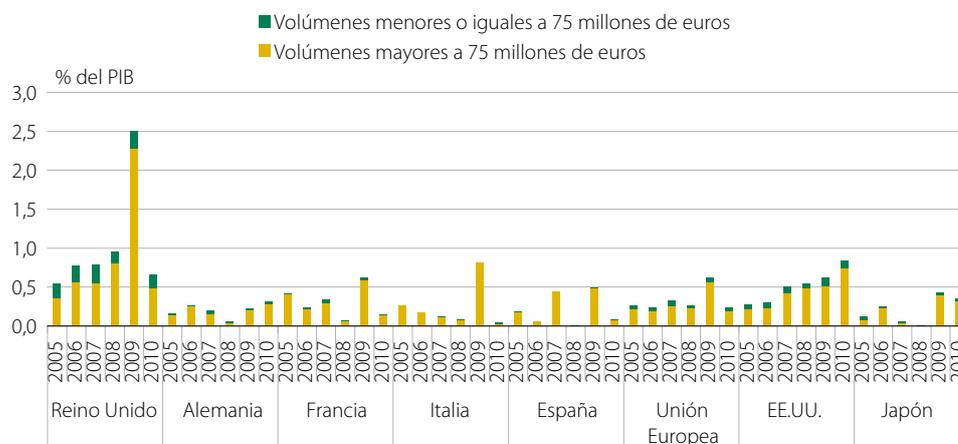
Por otro lado, la crisis financiera y la recesión económica han afectado negativamente también a otras fuentes de financiación y, en particular, a la procedente de la emisión de instrumentos de renta variable. Una de las posibilidades de financiación por esta vía es la participación en el capital de inversores especializados, como los denominados *business angels*, que son inversores individuales especializados en las fases más tempranas de las empresas de nueva creación, y las entidades de *private equity*, que acometen inversiones de mayor tamaño, generalmente, en fases ya más maduras de la evolución de las empresas. Este tipo de inversiones cayó fuertemente tras el estallido de la crisis financiera. En el caso de las entidades de *private equity*, en Europa estas inversiones pasaron de suponer el 0,6% del PIB en 2007 a representar únicamente el 0,2% en 2009. En España, estos porcentajes se situaron en el 0,3% y en el 0,1%, respectivamente. En los años anteriores a la crisis, la mayor parte de las inversiones de *private equity* se había ido decantando hacia grandes operaciones fuertemente apalancadas, que afectaban básicamente a grandes empresas, por lo que la restricción crediticia afectó sustancialmente a estas actividades. Dentro del conjunto de *private equity*, las inversiones más relacionadas con las pymes son las realizadas por las entidades de capital riesgo. Al igual que los *business angels*, estas entidades centran su actividad en proyectos empresariales de creación relativamente reciente, aunque, en general, más maduros y con volúmenes de inversión notablemente mayores. Las inversiones de capital riesgo en fases iniciales de proyectos empresariales representaron en 2009 tan solo el 5% de las inversiones totales de *private equity* tanto en nuestro país como en el conjunto de Europa.

En cuanto a las colocaciones de renta variable a través del mercado, los episodios de turbulencias y el fuerte aumento de la volatilidad que han caracterizado la evolución de los mercados bursátiles desde agosto de 2007 no han favorecido tampoco el recurso a esta vía de financiación. Así, en la mayoría de países de referencia, el volumen de capital captado mediante salidas a bolsa durante este período ha experimentado un notable retroceso (véase el panel central del gráfico 6). No obstante, las ampliaciones de capital han mostrado una evolución más positiva durante la crisis y, de hecho, en algunas de las principales jurisdicciones, incluyendo Estados Unidos y el Reino Unido, el recurso a esta vía de financiación se ha intensificado en los tres últimos años (véase el primer panel del gráfico 6). Un hecho reseñable en este contexto, tal y como se aprecia en el tercer panel del gráfico 6, es que desde el inicio de la crisis, las empresas españolas de tamaño elevado han apelado al mercado bursátil con una intensidad equiparable a la observada en los principales países de nuestro entorno.

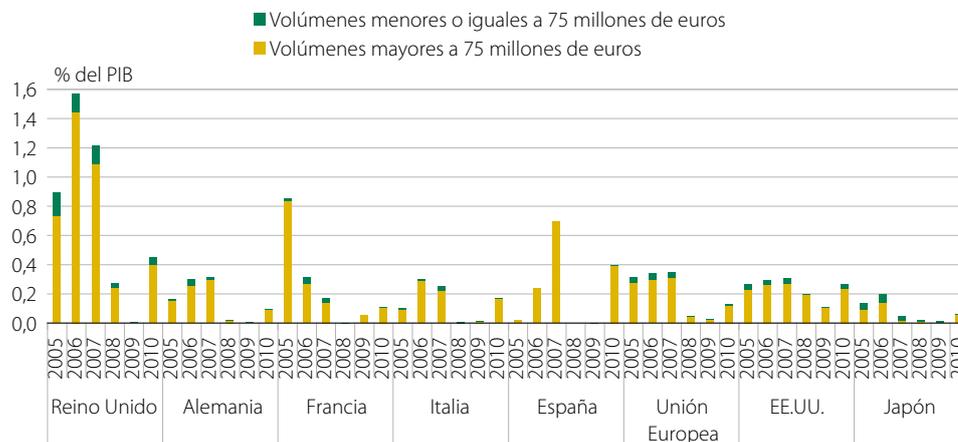
Emisiones de renta variable domésticas según tamaño de la operación¹
Sociedades no financieras

GRÁFICO 6

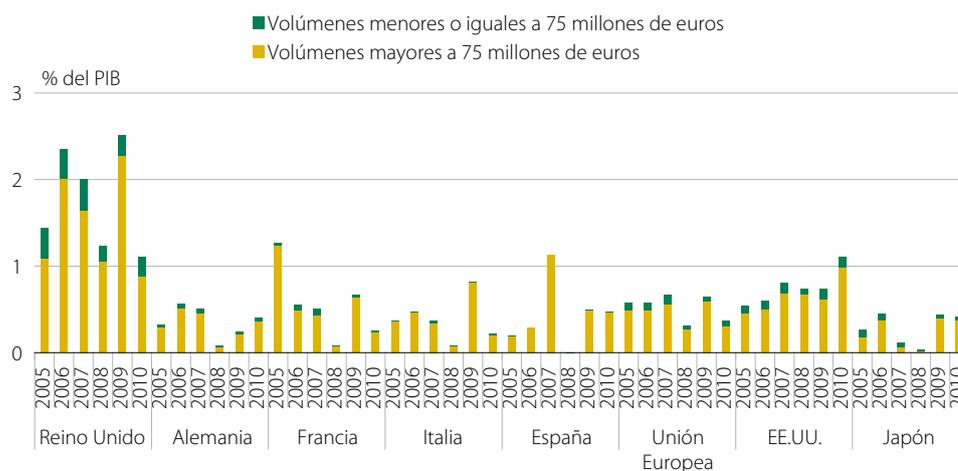
Ampliaciones de capital



Salidas a bolsa



Total



Fuente: Dealogic y FMI.

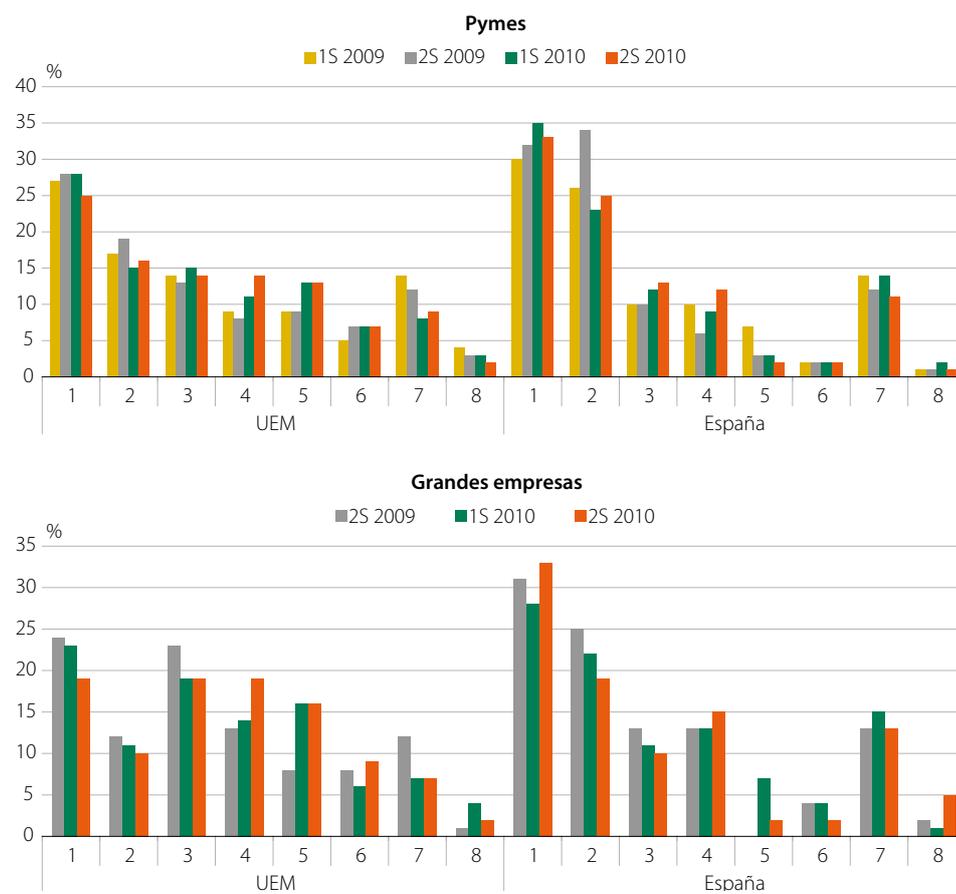
¹ Incluye las operaciones en los mercados alternativos.

4 Retos futuros en la financiación de las pymes

Del análisis llevado a cabo en la sección anterior sobre la evolución reciente y la situación actual de las condiciones de financiación de las pymes se puede concluir que el proceso de normalización en dichas condiciones se halla en una fase todavía temprana. La opinión de los propios empresarios, expresada a través de las encuestas del Banco Central Europeo (BCE) sobre el acceso de las pymes a la financiación, coincide con esta apreciación. Como se observa en el gráfico 7, los problemas relacionados con el acceso a la financiación constituían a finales de 2010 la segunda preocupación más importante de estas empresas, solo por detrás de la debilidad de la demanda dirigida a sus productos. En España, esta preocupación es notablemente mayor que en otros países de la zona del euro y más intensa en el caso de las pymes que en el de las grandes empresas.

Problema más acuciante que afrontan las empresas

GRÁFICO 7



Fuente: Encuesta de Acceso a la Financiación de las Pymes de la Eurozona (BCE).

1: Falta de consumidores; 2: Acceso a financiación; 3: Competencia; 4: Costes de producción; 5: Disponibilidad de personal cualificado; 6: Regulación; 7: Otros; 8: No saben / no contestan.

La velocidad e intensidad del proceso de normalización en las condiciones de financiación de las pymes serán determinantes para que, a su vez, el sector productivo recobre su capacidad de funcionamiento normal, una vez que el panorama económico general favorezca la recuperación de una demanda solvente de crédito empresarial. No obstante, en el caso específico de las pymes, estas afrontan otros retos en materia de financiación que van más allá de las dificultades directamente asociadas a la actual crisis financiera y que están estrechamente ligados con algunos cambios de naturaleza muy persistente o, incluso, permanente, que pueden modificar las condiciones de parámetros de acceso al crédito bancario por parte de estas empresas.¹²

Uno de los factores a tener en cuenta en el escenario postcrisis, por su más que probable incidencia sobre las condiciones de financiación bancaria vigentes durante un horizonte temporal de amplitud no desdeñable, es la elevada persistencia del crédito bancario en su retroceso tras una crisis financiera de la envergadura de la actual, tal y como se observó tras la crisis que se produjo a principios de la última década del siglo xx y que, de acuerdo a los datos disponibles hasta estos momentos, se estaría produciendo también en la actualidad.

Otro factor reseñable es el relativo a la nueva regulación bancaria que está emergiendo como respuesta a la crisis financiera. En efecto, el nuevo marco internacional de la regulación prudencial bancaria, conocido como Basilea III, comportará unos requisitos de capital para las entidades de crédito más estrictos que los vigentes hasta ahora. Estas entidades, con carácter general, deberán mantener mayores niveles de capital y reforzar la composición del mismo, al reducirse el abanico de instrumentos susceptibles de ser considerados como capital de la máxima calidad. Al mismo tiempo, Basilea III hará más severa la penalización de las actividades de mayor riesgo en términos de capital y establecerá reservas de capital obligatorias acumulables durante los períodos de bonanza. Como elementos completamente novedosos, se introducirán requisitos de liquidez para desincentivar los desajustes en el perfil de vencimientos entre activos y pasivos y también coeficientes de apalancamiento máximo con objeto de prevenir un nivel excesivo de endeudamiento por parte de las entidades bancarias.

De este modo, el reforzamiento del marco prudencial, que la crisis ha revelado como absolutamente necesario, previsiblemente reducirá la capacidad de intermediación del sistema bancario en su conjunto. Aunque en estos momentos es difícil estimar el efecto conjunto de las medidas referidas sobre el flujo de crédito empresarial,¹³ sí

12 Para un análisis más detallado de los factores que se presentan a continuación, véase el capítulo 2 del Informe Anual de la CNMV correspondiente al ejercicio 2010 (CNMV, 2011), relativo a la financiación del sector empresarial español en los últimos años.

13 Un trabajo reciente realizado por economistas de la OCDE estima que la aplicación de los nuevos requisitos de capital en los plazos previstos comportará un descenso de la tasa anual de variación del PIB situado entre 0,05 y 0,15 puntos porcentuales para los países miembros de dicha organización, durante un período de cinco años después de su adopción (Slovik y Cournède, 2011). Esta estimación revisa al alza la realizada en 2010 por el Macroeconomic Assessment Group, establecido conjuntamente por el Financial Stability Board y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, que situaba el descenso anual del PIB por este motivo en un rango situado entre 0,03 y 0,05 puntos porcentuales (Macroeconomic Assessment Group, 2010). Slovik y Cournède estiman que, para alcanzar los ratios de capital previstas para 2015 (4% en capital nuclear y 6% en Tier 1) y 2019 (7% en capital nuclear y 8,5 en Tier 1), el diferencial aplicado en los préstamos bancarios (exceso sobre el coste de los fondos para el banco) se incrementará, en promedio, 15 y 50 puntos básicos, respectivamente.

parece razonable anticipar que las empresas más pequeñas y aquellas de nueva creación percibirán de manera más directa un mayor rigor en sus condiciones de acceso al crédito, puesto que la inversión en este tipo de empresas normalmente conlleva mayores riesgos y sus pasivos financieros gozan de una menor liquidez que los de compañías de mayor tamaño. De ahí que un reto importante para este tipo de empresas sea el de encontrar canales alternativos de financiación que las hagan menos vulnerables ante un posible estrechamiento del canal bancario.

En este contexto, una de las alternativas cuya potenciación resulta necesaria es la financiación mediante renta variable que, de modo amplio, incluye el capital riesgo y la captación de capital en los mercados de valores. Como se ha indicado, la evidencia disponible sugiere que la predisposición hacia este tipo de financiación entre las pymes es escasa, si bien no es descartable que esta observación esté vinculada en muchos casos a unas expectativas limitadas que muchos empresarios tienen acerca del potencial de su negocio. En cambio, cuando los promotores de una empresa asumen objetivos de crecimiento relativamente rápido, la financiación mediante acciones puede convertirse en una alternativa adecuada. Un elemento clave a tener en cuenta respecto a este tipo de proyectos es que su potencial de crecimiento suele basarse en su capacidad innovadora (en el diseño del producto o servicio, en la comercialización o en la producción). Por tanto, la disponibilidad de alternativas de financiación para este tipo de empresas se convierte también en un reto en el ámbito de las políticas públicas dirigidas al fomento del crecimiento económico.

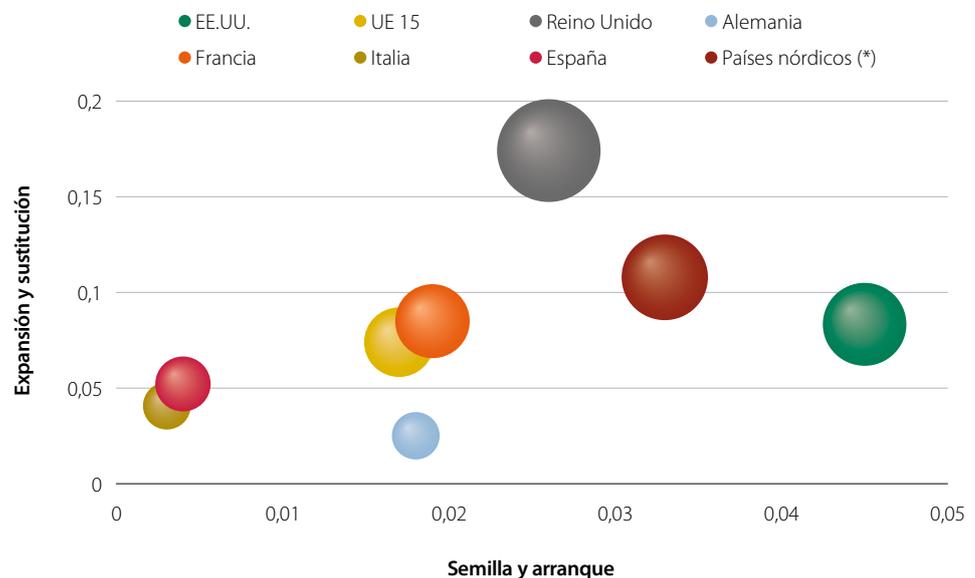
En los países más desarrollados, el mercado, en ocasiones apoyado desde el sector público, ha generado diferentes fórmulas de inversión en renta variable que se ajustan, más o menos, a las necesidades de las empresas en distintas fases de su existencia. Estas fórmulas se asocian a menudo con la idea de una escalera financiera (*financial ladder*), cuyo primer tramo, o fase semilla, recorrerían con sus propios recursos los promotores del proyecto, mientras que, en sus tramos más elevados, cuando la empresa fuese capaz de generar beneficios de forma regular, desembocaría en los mercados de valores. Entre ambos estadios extremos, la financiación de las empresas se apoyaría en la inversión de agentes especializados como los *business angels* (fase *start-up* o inicio de la actividad), en las entidades de capital riesgo y, en fases de una relativa madurez, en otras fórmulas de *private equity*.

La continuidad del proceso anterior depende, en buena medida, de que funcionen bien los distintos engranajes y de que no se produzcan discontinuidades importantes en la financiación al pasar de una fase de crecimiento a otra. Así, por ejemplo, una red potente de entidades de capital riesgo puede ayudar al desarrollo de la red de *business angels*, ya que reduciría el temor de los segundos respecto a la falta de liquidez de sus inversiones. Por el mismo motivo, la existencia de mercados de renta variable puede ayudar a incrementar las actividades del capital riesgo y de *private equity*, siempre que se perciba que el mercado goza de suficiente liquidez. Estos efectos benéficos también funcionan en la dirección contraria. En particular, la existencia de una tupida red de inversores especializados en la fase no cotizada de las empresas puede resultar positiva para el crecimiento de la actividad en los mercados de valores, dado que puede ayudar a que aumente el número de empresas cotizadas, especialmente a través de las salidas a bolsa, y atraer, de este modo, la atención de nuevos inversores hacia los mercados y generar una masa crítica en su volumen de actividad que permita la consecución de economías de escala en los procesos de negociación, comercialización, análisis, etc.

Frente a esta caracterización de una secuencia de tramos y de una conjunción de ingredientes ideales para un tránsito natural de una empresa de nueva creación a lo largo de la escalera financiera, cabe señalar que el desarrollo de las actividades de capital riesgo formal (sociedades y fondos de capital riesgo) o informal (*business angels*) es todavía insuficiente tanto en España como en el resto de Europa, con la excepción del Reino Unido y los países nórdicos (véase el gráfico 8). Asimismo, como se ha indicado, las inversiones de capital riesgo y, en general, las de *private equity* han experimentado un notable retroceso desde que se inició la crisis financiera. No es de extrañar que, en este contexto, se haya incrementado la preocupación por la financiación de las empresas en sus fases iniciales y se hayan formulado diversas propuestas tendentes a mantener la atención de los inversores hacia estas fórmulas, como se detalla más adelante.

Inversiones del capital riesgo clásico¹ en 2009 por fase de desarrollo (% del PIB)

GRÁFICO 8



Fuente: Eurostat. El tamaño de la burbuja de cada país es proporcional a la inversión del capital riesgo clásico como porcentaje del PIB en dicho país.

1 Incluye los estadios iniciales de *private equity*, es decir, las fases de capital semilla, arranque y otras fases iniciales, además de las etapas de expansión y sustitución. Por tanto, se excluyen las operaciones apalancadas (LBO, MBO, MBI y LBU), que suelen concentrarse en empresas más maduras.

(*) Los países nórdicos incluyen Finlandia, Noruega y Suecia.

Las dificultades financieras de las empresas en crecimiento y, en general, de las pymes, han reavivado también el interés en potenciar el acceso de estas empresas a los mercados bursátiles. Además de su potencial para financiar el crecimiento empresarial, la cotización en estos mercados puede favorecer la resolución de determinados problemas, entre ellos, dar continuidad al negocio mediante reestructuraciones del accionariado en el caso de las empresas familiares, proporcionar una alternativa de desinversión a socios temporales o inducir mejoras en la gestión de la empresa mediante el establecimiento del mercado como elemento de referencia. Una razón frecuentemente aducida por las empresas que deciden cotizar en bolsa es, también, la visibilidad que alcanzan ante sus clientes, proveedores y financiadores potenciales. Asimismo, la sujeción a las reglas de transparencia y conducta exigidas

por la regulación puede proporcionarles una mejora en su reputación, de la que pueden beneficiarse en sus actividades comerciales y financieras.

No obstante, si se analiza en perspectiva la evolución de las bolsas en Europa durante los últimos veinticinco años, se advierte que la presencia de empresas de baja capitalización en estos mercados ha sido reducida, con dos excepciones de corta duración relacionadas, fundamentalmente, con el ciclo económico. Así, a mediados de los ochenta del siglo pasado, en un contexto de notable expansión económica que se tradujo en un aumento de las necesidades financieras de las empresas, las bolsas más importantes crearon los denominados «segundos mercados», concebidos como un espacio de negociación transitorio respecto al primer mercado y en el que se aplicaban a las empresas criterios más flexibles tanto en materia de transparencia como de negociación. Los segundos mercados se estancaron a finales de los ochenta y los que todavía subsisten, como el español, apenas tienen actividad.

La segunda excepción corresponde a la oleada de «nuevos mercados» de la segunda mitad de los años noventa, amparada por la expansión de la economía y, de forma muy especial, por el auge de las empresas de nuevas tecnologías. En este caso, se introdujeron importantes novedades en la regulación para facilitar la incorporación de estas empresas a estos mercados, especialmente en lo que se refiere a los requisitos de historial (antigüedad de la empresa) y beneficios previos a la admisión en bolsa. Los nuevos mercados, que también se constituyeron como segmentos diferenciados del primer mercado, entraron en declive a partir del año 2000.

Dentro del panorama europeo, la principal excepción respecto a la trayectoria descrita es el Alternative Investment Market (AIM), que pertenece a la Bolsa de Londres. Este mercado, creado en 1995, está enfocado hacia inversores institucionales y se beneficia de la visibilidad y de las economías de aglomeración y escala de Londres como plaza financiera internacional. Asimismo, en comparación con otros mercados europeos, el AIM se beneficia del mayor grado de desarrollo de las actividades formales e informales de capital riesgo alcanzado en el Reino Unido. A finales de 2010 cotizaban en el AIM un total de 1.195 compañías, con una capitalización media de 77 millones de euros. Desde su creación, las empresas cotizadas en este mercado han captado fondos por un importe de 60.971 millones de euros, lo que supone un promedio anual superior a 3.800 millones de euros.

El éxito del AIM ha servido de modelo para la creación, durante los últimos años, de mercados de características similares en otros países. En Europa, entre los mercados de este tipo, cabe destacar Alternext, con valores franceses, holandeses y belgas, y el Entry Market de la Bolsa de Fráncfort, encuadrados en NYSE-Euronext y el grupo Deutsche Börse, respectivamente, así como First North, con valores suecos, finlandeses e islandeses. Fuera de Europa cabe destacar el mercado canadiense TSX Venture y el Growth Enterprise Market de Hong Kong (véase el cuadro 2).

En España, Bolsas y Mercados Españoles (BME) también creó en marzo de 2008 un segmento para empresas en expansión en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB). A finales de 2010 cotizaban en este mercado un total de 12 empresas (15 en julio de 2011), con una capitalización media de 24 millones de euros. El volumen de recursos captados por las empresas cotizadas desde el inicio del mercado se cifra en 78 millones de euros. Las empresas cotizadas en el MAB realizan actividades relacionadas

con servicios de consumo y, en menor medida, con tecnología y comunicaciones. El número de empresas cotizadas en este mercado todavía es reducido en comparación con otros mercados alternativos europeos, lo que se explica, por lo menos en parte, por su mayor juventud y por el hecho de que, a diferencia de otros mercados, no se produjo en su creación un traslado hacia el mismo de empresas de pequeña y mediana capitalización cotizadas en el mercado regulado.¹⁴

Principales mercados alternativos

CUADRO 1

Mercado alternativo	Operador	País	Fecha de creación	Capitalización ¹ a finales de 2010	Número de compañías ² a finales de 2010	Volumen captado desde su creación ³
Europa						
AIM	London SE Group	Reino Unido	1995	92.056	1.195	60.971
Entry Standard	Deutsche Börse	Alemania	2005	12.984	129	1.485
Alternext	NYSE Euronext	Bélgica, Francia y Holanda	2005	5.020	155	1.325
First North	NASDAQ OMX Nordic Exchange	Finlandia, Islandia y Suecia	2005	2.536	124	902
AIM	Borsa Italiana	Italia	2008	357	11	24
MAB Expansión	BME	España	2008	286	12	78
Resto del mundo						
TSX Venture Exchange	TSX Group	Canadá	1998	54.049	2.376	25.830
Growth Enterprise Market	Hong Kong Exchanges	Hong Kong	1999	12.914	169	6.241

Fuente: Dealogic y World Federation of Exchanges (WFE).

1 En millones de euros.

2 A 18 de julio de 2011, el número de empresas en expansión cotizadas en el MAB ascendía a quince.

3 En millones de euros. Volumen captado hasta el 1 de junio de 2011, a excepción del MAB Expansión (18 de julio de 2011).

14 Sánchez de la Peña (2008) ofrece una descripción detallada de las características de este mercado.

5 El debate sobre cómo impulsar la participación de las pymes en los mercados de capitales

La experiencia europea en materia de mercados para empresas con potencial de crecimiento sugiere que la continuidad y la consolidación de esta tercera generación de mercados especializados no están garantizadas. En lo que sigue de este artículo se invita a reflexionar sobre algunas cuestiones que pueden resultar útiles para afrontar este reto. En primer lugar se reflexiona sobre la conveniencia de poner en marcha políticas públicas destinadas a ampliar la base de inversores interesados en las empresas en crecimiento y en los mercados alternativos. En segundo lugar, se analizan posibles políticas de apoyo a las empresas que estimulen su participación en el mercado como empresas cotizadas. En tercer lugar se discute si un ámbito puramente nacional es el idóneo para este tipo de mercados o si es preferible un mercado de ámbito europeo. Finalmente, se analiza si conviene seguir manteniendo mercados de ámbito diferenciado para los valores en crecimiento respecto a los primeros mercados. Esta última cuestión ha sido indirectamente suscitada, en el contexto de la próxima revisión de la Directiva de Transparencia, por algunos expertos que proponen introducir en los mercados regulados de la Unión Europea algunas adaptaciones de la regulación para atraer a la cotización en estos mercados a empresas de pequeña y mediana capitalización y reducir la carga reguladora para las que ya cotizan.

Ampliación de la base inversora

Como se ha indicado, la crisis financiera y la evolución del ciclo económico han aumentado de forma notable las dificultades de las empresas de menor tamaño para encontrar inversores. Estas dificultades se han manifestado en todas las etapas de la escalera financiera y han afectado prácticamente a todos los países industrializados, incluidos aquellos en los que se había alcanzado un mayor desarrollo de este tipo de inversión con anterioridad a la crisis, como Estados Unidos, el Reino Unido, Canadá o Israel. Una reacción generalizada por parte de la industria de capital riesgo y, en muchos casos, de los mercados especializados en valores en crecimiento ha sido la de solicitar una revisión al alza de los estímulos fiscales en vigor para este tipo de actividades.¹⁵

Los incentivos fiscales constituyen uno de los principales ingredientes de las políticas destinadas a estimular la inversión en las pequeñas empresas con potencial de crecimiento, pero con poco historial. El establecimiento de este tipo de incentivos se

15 Véanse, por ejemplo, URS (2010) y Thornton (2010), referidos al Reino Unido, y EBAN (2010a) respecto al estímulo de la actividad de los *business angels* en Europa.

apoya, principalmente, en el argumento de que la asimetría informativa entre la empresa y los inversores potenciales es muy acusada en este tipo de compañías, lo que reduce sustancialmente el número de inversores dispuestos a participar en su capital. Típicamente, quienes invierten en empresas no cotizadas de este tipo, además de asumir el elevado riesgo inherente a la inversión, asumen costes de *due diligence*, que normalmente conllevan un importante componente fijo e independiente del volumen invertido, y deben estar dispuestos a mantener una posición activa en la administración de la empresa para defender sus intereses (*hands on investors*). En las salidas a bolsa o cuando la empresa ya cotiza, estos requisitos pueden relajarse, aunque la escasa difusión del capital flotante, que limita la liquidez del valor y, por tanto, la posibilidad de desinvertir con rapidez, obligará generalmente a mantener una atención mucho más intensa de la que se dedicaría a una empresa cotizada consolidada si la inversión es importante.

Así pues, sobre la base de que las dificultades mencionadas imponen una limitación socialmente subóptima a la financiación de los proyectos empresariales con potencial de crecimiento en sus primeras etapas, diversos países han establecido esquemas de incentivos fiscales dirigidos a los inversores para facilitar el acceso de las empresas a la financiación externa durante sus primeras etapas de desarrollo. Las fórmulas adoptadas son diversas, tanto en lo que se refiere a la selección del tipo de empresas que pueden captar inversiones susceptibles de bonificación como a las modalidades de inversión o al tipo de beneficio fiscal aplicable. En relación con la modalidad de inversión, la fórmula más frecuente es la de bonificar la inversión directa de particulares en un determinado tipo de empresa, pero en algunos países también se establecen incentivos a la inversión a través de instituciones de inversión colectiva y otros vehículos de inversión. En cuanto a los incentivos, las principales alternativas utilizadas son las deducciones de la cuota en el impuesto sobre la renta vinculadas al importe invertido y exenciones o deducciones en la tributación por ganancias de capital y dividendos.

Así, por ejemplo, un total de ocho países europeos (Bélgica, Francia, Italia, Irlanda, Alemania, Luxemburgo, Portugal y el Reino Unido) y 21 estados en EE.UU. mantenían en 2010 incentivos fiscales destinados a inversores directos en fases tempranas de crecimiento de las pymes, esto es, en un ámbito de inversión próximo al de los *business angels*.¹⁶ En España, hasta hace poco, solo algunas comunidades autónomas tenían establecidas bonificaciones fiscales aplicables a inversiones directas, limitadas, como se describe más adelante, a empresas cotizadas en el MAB. Desde julio de 2011, se cuenta además con un sistema de incentivos a escala nacional dirigido a favorecer las pequeñas inversiones de terceros en empresas de reducido tamaño no cotizadas en mercados regulados, limitación que, en principio, no excluye a las empresas cotizadas en el MAB, aunque, como se verá posteriormente, resulta poco probable que esta medida pueda afectar a las empresas de este mercado debido a otras restricciones. En cuanto a los incentivos dirigidos a la inversión a través de vehículos especializados, cabe destacar los implantados en el Reino Unido y Francia. En ambos casos los incentivos se dirigen a la adquisición de participaciones o acciones emitidas por ciertas instituciones de inversión colectiva, que están obligadas a tener invertida una elevada proporción de su cartera en empresas en crecimiento no

16 Véase EBAN (2010b).

cotizadas en mercados regulados. Las empresas cotizadas en mercados alternativos, en este caso AIM y Alternext, son empresas no cotizadas a este efecto y pueden beneficiarse de inversiones bonificables en este tipo de esquemas siempre que cumplan los requisitos establecidos en los mismos.

Los incentivos fiscales de apoyo a la inversión en las primeras etapas de crecimiento de las empresas gozan ya de una cierta experiencia en el Reino Unido, donde fueron implantados por primera vez en 1981. Dado que este país también es el que presenta una estructura de financiación para las empresas en crecimiento más desarrollada, resulta interesante conocer con más detalle su sistema de ayudas fiscales. En concreto, las bonificaciones fiscales británicas se estructuran en dos programas diferenciados que se dirigen a inversores particulares.¹⁷ El primero se dirige a la inversión directa de los particulares en las empresas, a través de los denominados Enterprise Investment Schemes (EIS). Las empresas acogidas a un EIS pueden captar hasta 500.000 libras esterlinas anuales por inversor mediante la emisión de acciones ordinarias, con un límite anual por compañía de dos millones de libras. Los inversores no deben tener conexión previa con las empresas. Estas deben tener menos de 50 empleados y sus activos no deben exceder los siete millones de libras esterlinas. Entre los beneficios fiscales contemplados, se establece una deducción del 30% de la inversión anual en la cuota del impuesto sobre la renta, la exención de las ganancias de capital al cabo de tres años y la posibilidad de compensar pérdidas, bien contra la deuda tributaria del impuesto sobre la renta, bien contra el impuesto sobre ganancias del capital.¹⁸ Asimismo, se permite diferir la tributación en el impuesto sobre ganancias de capital de las plusvalías obtenidas por otros activos que se reinviertan en acciones emitidas bajo un esquema de este tipo.¹⁹ Los inversores se deben comprometer a mantener las acciones durante un período mínimo de tres años.

El segundo programa bonifica la inversión a través de un vehículo de inversión específico, los denominados Venture Capital Trusts (VCT). Se trata de instituciones de inversión colectiva cotizadas en el mercado principal de la Bolsa de Londres que distribuyen sus inversiones entre un cierto número de pequeñas empresas. Al cabo de tres años desde su creación, estos vehículos están obligados a mantener un mínimo del 70% de su cartera en acciones de pequeñas empresas no cotizadas en mercados regulados, lo que incluye, como se ha indicado, a los valores negociados en el AIM. La inversión en acciones de nueva emisión de estos vehículos, hasta un máximo anual de 200.000 libras, está bonificada por una deducción del 30% de su importe en la cuota del impuesto sobre la renta del año fiscal en curso, siempre que las acciones se mantengan durante un mínimo de cinco años. Además, quienes inviertan en acciones emitidas por los VCT, nuevas o no, se benefician de una exención en

17 Existe un tercer esquema, denominado Corporate Venturing Scheme (CVS), dirigido a promover la inversión en pymes por parte de otras empresas sin conexión previa con las mismas y sin objetivos de control. En líneas generales, los beneficios fiscales y los requisitos contemplados en los esquemas CVS replican los establecidos en los esquemas EIS que se comentan a continuación, adaptándolos al entorno corporativo.

18 Las deducciones por inversión o por compensación de pérdidas con cargo a las obligaciones derivadas del impuesto sobre la renta pueden aplicarse tanto a las obligaciones del año fiscal en curso como a las del año anterior.

19 El diferimiento en la tributación por ganancias de capital es aplicable a inversiones en acciones EIS que se realicen en un período que empieza un año antes de la venta del activo en cuestión y que termina tres años después de la misma. La aplicación de este beneficio no tiene límite en cuanto al monto de la inversión.

la tributación por dividendos y ganancias de capital. El Reino Unido también contempla incentivos relacionados con el impuesto de sucesiones que tienen un cierto impacto en el AIM.²⁰

Los programas de incentivos fiscales en vigor en el Reino Unido están siendo revisados en la actualidad. De hecho, en el caso de los EIS, la deducción de la cuota asociada a la inversión pasó en abril de 2011 del 20% al 30% y, con posterioridad, se ha contemplado un incremento de los límites de captación anual de recursos por inversor, que se doblará en abril de 2012. Al mismo tiempo, el Tesoro británico ha sometido a consulta pública un documento con propuestas de reforma que, entre otras medidas, contemplan la creación de un tercer programa específicamente dirigido a incentivar la inversión en etapas muy iniciales de la empresa, con limitaciones más estrictas que el programa EIS para las empresas que deseen acogerse y mayores restricciones, igualmente, sobre el importe máximo de inversión bonificable.²¹

En cuanto a los incentivos fiscales existentes en España, cabe citar, en primer lugar, el tratamiento de las entidades de capital riesgo registradas en la CNMV, que solo deben tributar el 1% en el impuesto de sociedades. Como se indicó anteriormente, hasta julio de 2011, no se contemplaban en nuestro país, a escala estatal, incentivos fiscales directos para los inversores. Hasta ese momento, este tipo de incentivos solo estaban en vigor en Cataluña, Madrid, Galicia y Aragón, para inversiones en valores cotizados en el MAB. En particular, las comunidades autónomas citadas ofrecen una deducción en la cuota autonómica del IRPF del 20% de la inversión en acciones de empresas locales cotizadas en dicho mercado, siempre que se adquieran acciones emitidas en ampliaciones de capital (esto es, se incentiva la financiación de la compañía, no las compras en el mercado secundario), el inversor no posea una participación superior al 10% del capital social de la empresa y se mantengan las acciones durante un período mínimo de dos años. El importe máximo de la deducción es de 10.000 euros, lo que implica una inversión máxima bonificable de 50 mil euros por sujeto pasivo del IRPF.

Como se ha indicado, en julio de 2011 se introdujo por primera vez en España un esquema de incentivos fiscales de alcance nacional a la inversión directa de terceros en pequeñas empresas de reciente creación, enmarcada en un conjunto de medidas de fomento de la actividad empresarial y otras disposiciones.²² El beneficio fiscal contemplado consiste en la exención de ganancias patrimoniales en el IRPF por inversión de terceros en acciones o participaciones emitidas por empresas no cotizadas en mercados regulados. Las empresas deben tener, en el momento de la inversión, una antigüedad no superior a tres años y unos fondos propios no superiores a 200 mil euros. Las inversiones con derecho a bonificación no deben sobrepasar los 25 mil euros anuales ni los 75 mil euros en tres años consecutivos. Se exige, asimismo, que los inversores no posean más del 40% del capital en la empresa y un período de tenencia de las acciones de entre tres y siete años. Como se comentaba anteriormente, la norma no excluye a las empresas cotizadas en el MAB, pero no parece

20 Véase, por ejemplo, Thornton (2010).

21 Véase HM Treasury (2011).

22 Real Decreto-ley 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control de gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa.

probable que les afecte de manera significativa, dado el reducido tamaño de las empresas a las que se dirige.

La limitada experiencia en nuestro país en el ámbito de los incentivos fiscales a la financiación externa privada para las pequeñas y medianas empresas, en comparación con otros países europeos de referencia, invita a reflexionar acerca de la conveniencia de este tipo de estímulos y, en su caso, del modo más eficiente de llevar a efecto su aplicación. Esta reflexión está en línea con lo previsto en la Disposición adicional tercera de la Ley 4/2008 que, bajo el título Análisis de nuevas figuras que fomenten la creación de pequeñas y medianas empresas, contempla la realización de un análisis de las fórmulas existentes en el derecho comparado para fomentar dicha creación y apoyar a los emprendedores, incluyendo el régimen jurídico y fiscal aplicable.²³

De optarse por esta vía, podría ser recomendable establecer un marco general, más allá de las iniciativas concretas que las comunidades autónomas puedan adoptar al respecto. Esta generalización podría favorecer el desarrollo de redes de inversores tanto profesionales (*business angels*) como no profesionales a escala nacional. De hecho, la principal asociación de este sector de inversores a nivel europeo ha solicitado una armonización de los estímulos fiscales entre países de la UE con la finalidad de ganar en eficacia, favoreciendo el desarrollo de redes europeas de inversores con actividad transfronteriza, y evitar posibles distorsiones (EBAN, 2010a). En el ámbito europeo, tiene igualmente interés la propuesta de Demarigny (2010) de crear, dentro de las instituciones de inversión colectiva reguladas por la Directiva de UCITS (Undertakings in Collective Investment Schemes), una nueva categoría especializada en la inversión en pequeñas y medianas empresas.

En principio, este tipo de iniciativas, implementadas a escala europea, podrían tener un efecto positivo sobre la base inversora de las empresas con potencial de crecimiento, atrayendo a nuevos inversores y ampliando el horizonte de inversión más allá de las fronteras nacionales. No obstante, una opción en favor de este tipo de incentivos debería ir precedida, además, de una cuidadosa reflexión sobre su diseño y las externalidades que del mismo puedan derivarse. Así, por ejemplo, la exigencia de períodos relativamente largos de inmovilización de la inversión puede tener un impacto negativo sobre la liquidez del valor. Cuando se trata de un valor cotizado, la inmovilización puede ser temporalmente recomendable, tras una salida a bolsa, para los accionistas de control, pero puede reducir el atractivo del valor si se aplica a otros inversores.

Con independencia del debate sobre la conveniencia de incorporar o no incentivos fiscales, la fiscalidad española de las inversiones en valores emitidos por las pequeñas y medianas empresas, en particular las dirigidas a valores cotizados en el MAB, admite un cierto margen de mejora si se corrigen determinadas asimetrías que ponen en desventaja a estas inversiones frente a las realizadas en valores cotizados en los mercados secundarios oficiales. Estas desventajas están presentes, sobre todo, en algunos artículos de las respectivas normas del IRPF para residentes y no residentes,

23 Ley 4/2008, de 23 de diciembre, por la que se suprime el gravamen del Impuesto sobre el Patrimonio, se generaliza el sistema de devolución mensual en el Impuesto sobre el Valor Añadido, y se introducen otras modificaciones en la normativa tributaria.

donde se establecen previsiones exclusivamente dirigidas a inversiones en valores cotizados en los mercados secundarios oficiales.²⁴ Así pues, podría considerarse la conveniencia de aplicar un tratamiento fiscal similar en ambos casos.

Iniciativas para fomentar la participación de las empresas en el mercado

Respecto a esta cuestión suelen distinguirse dos tipos de barreras: las culturales y las económicas. Las primeras se asocian a una comprensible falta de familiaridad de muchos emprendedores respecto a los mercados de valores. Lejos de constituir una cuestión menor, esta circunstancia suele traducirse en sesgos desfavorables para la opción de recurrir al mercado. Estos sesgos pueden tener su origen, por ejemplo, en una valoración desproporcionada de los costes de la salida al mercado, especialmente de aquellos directamente relacionados con la propia operación de salida y con los requisitos de información y conducta, y de una infravaloración de los beneficios en términos de diversificación en las fuentes de financiación y reputación e imagen. El antídoto básico frente a estos problemas es la información y en su aplicación deberían jugar un papel fundamental los intermediarios financieros relacionados con los mercados de valores y las sociedades gestoras de los sistemas de negociación. Por el lado de las Administraciones Públicas, podría ser útil impulsar, dentro de sus programas de asistencia a las pequeñas y medianas empresas, líneas de información y asesoramiento que las ayuden a tener en cuenta y reflexionar sobre esta posibilidad.

En cuanto a las barreras económicas, las medidas más extendidas de impulso suelen incluir algún tipo de incentivo económico. Así, en la mayoría de países de nuestro entorno, las políticas públicas de apoyo a las pequeñas y medianas empresas (subvenciones, créditos oficiales, garantías para el acceso al crédito bancario, fiscalidad, programas de asistencia en diversos ámbitos, etc.) gozan de una larga tradición. Algunas de estas ayudas se materializan de manera específica para determinados tipos de empresas en crecimiento, en particular, en aquellas relacionadas con la innovación tecnológica.²⁵

En España, el catálogo de políticas de apoyo destinadas a las pymes se ha incrementado recientemente con el establecimiento de ayudas destinadas a facilitar el acceso de las empresas al mercado. Tales ayudas se orientan hacia la financiación parcial, mediante créditos o subvenciones, de los gastos asociados al proceso de salida a cotización en el MAB o de los estudios de viabilidad previos. Además de la ayuda financiera, estos programas también incluyen apoyo técnico. La empresa pública Em-

24 En el IRPF, la ausencia de neutralidad fiscal se advierte, por ejemplo, en la aplicación de criterios distintos para cuantificar ganancias y pérdidas patrimoniales, en el plazo más amplio entre compra y venta del valor contemplado en los mercados regulados para aplicar pérdidas, en el plazo también más amplio para poder aplicar la exención prevista para dividendos y en un peor tratamiento de los valores no cotizados y, por tanto, de los pertenecientes al MAB, en las transmisiones de derechos de suscripción preferente. En el caso del Impuesto de la Renta sobre No Residentes, los inversores no residentes en valores del MAB no pueden beneficiarse de la exención por doble imposición prevista para las rentas generadas por la transmisión de valores cotizados en los mercados secundarios oficiales cuando el inversor resida en un Estado con el que España tenga suscrito un convenio de este tipo con cláusulas de intercambio de información.

25 En el caso español, el Centro para el Desarrollo Tecnológico e Industrial ofrece varios programas de ayuda en este ámbito disponibles para este tipo de empresas.

presa Nacional de Innovación (ENISA), adscrita al Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, juega un papel destacado en la concesión de asistencia técnica y ayuda financiera para fomentar el emprendimiento y el crecimiento de las pymes. Entre otras líneas de crédito, ENISA concede préstamos a dos años, de hasta 1,5 millones de euros, sin intereses ni comisiones, destinados a financiar gastos de salida a cotización en el MAB.

En el ámbito autonómico, el Instituto Madrileño de Desarrollo (IMADE) ofrece ayudas a fondo perdido de hasta 80 mil euros a las empresas regionales que opten por cotizar en el MAB. En Galicia, el Instituto Gallego de Promoción Económica puede subvencionar hasta el 50% de los gastos de consultoría o asistencia técnica, con límites de 10 mil euros en los sondeos previos a la cotización y de 50 mil euros en las ayudas destinadas al proceso de salida al mercado. Finalmente, el Instituto de Fomento de la Región de Murcia ofrece subvenciones de hasta el 45% de los gastos de adaptación para la cotización, con un límite total de 83 mil euros.

Este tipo de ayudas públicas se justifican, fundamentalmente, por el coste y la complejidad del proceso de salida a cotización para las empresas que optan por esta vía, dado que estos obstáculos pueden resultar especialmente disuasorios para las pequeñas empresas. Kaeser y Schiereck (2008), en un trabajo que analiza el proceso de salida a cotización en diversos mercados, estiman que la mediana de los costes directos de estas operaciones se situó, en promedio para el período 1999-2008, en un rango del 7,6% al 11,1% del volumen captado en el caso de varios mercados alternativos europeos y estadounidenses, en comparación con un intervalo del 5,5% al 8,1% para los grandes valores de los mercados oficiales.²⁶

Indudablemente, el apoyo público puede desempeñar un papel positivo para facilitar la salida al mercado de las pymes, especialmente en aquellos casos en los que se pueda constatar la existencia de costes de entrada desproporcionadamente elevados para las empresas de menor tamaño, como parece sugerir la evidencia disponible. Sin embargo, debería analizarse con cuidado qué tipo de instrumentación se elige para prestar tal apoyo. Así, al margen de las subvenciones o beneficios fiscales directos, puede resultar conveniente explorar otras fórmulas que incorporen elementos menos onerosos desde el punto de vista del uso de los recursos públicos y más efectivos de cara a inducir comportamientos más diligentes por parte de las empresas beneficiarias. En concreto, resulta razonable considerar la posibilidad de basar parte de los incentivos públicos en créditos, con mejores condiciones respecto a las del mercado, que permitan ayudar a las empresas a afrontar los costes iniciales de la cotización en el mercado. Además, esta fórmula permitiría, probablemente, poner a disposición de las empresas más recursos que un régimen de subvenciones, lo cual, en principio, parece un factor crítico, precisamente, en un proceso cuyo objetivo es aumentar los recursos financieros a disposición de la empresa. En cualquier caso, al igual que para los incentivos fiscales destinados a los inversores, también aquí puede

26 Los costes directos son los costes explícitos que se materializan en el proceso de salida a cotización (remuneración de los colocadores, profesionales contratados, publicidad, tarifas iniciales del mercado, etc.). Además de estos costes, la empresa puede afrontar costes indirectos, que se materializarán tras la cotización. El más importante de ellos suele ser el riesgo de infravaloración de las acciones en la oferta pública. Los mercados de pequeña capitalización europeos y estadounidenses comparados en el citado estudio son Alternext, Entry Standard, AIM, Nasdaq Small Caps y NYSE Small Caps.

resultar conveniente establecer un marco mínimamente armonizado que contemple, en el caso de las ayudas concedidas por las comunidades autónomas, tanto los requisitos de acceso a estos incentivos como su contenido.

Mercados nacionales versus mercados paneuropeos

Una cuestión importante relacionada con los mercados para valores de pequeña capitalización con potencial de crecimiento es la que se refiere al ámbito geográfico del mercado. Hasta ahora, estos mercados se han constituido en Europa a escala nacional. En este sentido, la experiencia acumulada es indicativa de que algunos factores como el tamaño de la economía, el arraigo del espíritu emprendedor y los incentivos que pueden fomentarlo, el nivel educativo de la población o la inversión en investigación e innovación, entre otros, pueden condicionar la capacidad de generar a corto plazo un número suficiente de empresas con potencial para cotizar en un mercado de estas características.

Un mercado que no alcance una masa crítica suficiente en cuanto al número de empresas cotizadas puede tener dificultades a la hora de atraer la atención de los inversores. Un tamaño reducido del mercado en términos del número de valores cotizados o de la capitalización y contratación totales puede generar entre los inversores una percepción negativa sobre la liquidez de los valores cotizados, particularmente, cuando, en general, estos ya son de por sí poco líquidos para las pequeñas empresas. Además, cuanto mayor sea el mercado, mayor será su capacidad para atraer la atención de analistas e intermediarios, esencial para garantizar la consolidación del mercado.

No es extraño, por tanto que algunos expertos, como Demarigny (2010), tengan muy en cuenta la necesidad de dotar de visibilidad suficiente a los mercados para valores de pequeña y mediana capitalización y recomienden el establecimiento de una plataforma de negociación de ámbito europeo para este tipo de valores. De forma coherente con sus recomendaciones, la plataforma propuesta se concibe como un único punto de acceso de los inversores a las acciones de pequeña y mediana capitalización cotizadas en los mercados regulados europeos. De este modo, se preserva el *statu quo* en cuanto a la permanencia de estos valores en los listados de cotización del mercado regulado nacional, sin que sea necesario acometer un proceso de fusiones. En concreto, este autor sugiere que, para facilitar la constitución de esta plataforma multilateral de negociación, se encargue su gestión a una entidad neutral respecto a las estrategias competitivas de los mercados, en concreto al Banco Europeo de Inversiones. Asimismo, sugiere que la nueva autoridad europea de los mercados de valores, European Securities and Markets Authority (ESMA), se haga cargo de la supervisión de la plataforma.

La idea de crear plataformas de negociación de ámbito europeo no es nueva. Hacia finales de la última década del pasado siglo se barajó infructuosamente una idea similar en el ámbito de los primeros mercados. Como se demostró entonces y a lo largo del proceso de fusiones y adquisiciones que se han producido en los mercados europeos durante los últimos años, el principal obstáculo para desarrollar iniciativas conjuntas como la que se propone es el hecho de que las bolsas europeas compiten entre sí y que, como mínimo, las principales tienen ya definida su línea estratégica.

A pesar de esta dificultad, la propuesta anterior tiene un sólido fundamento en el contexto de una política de fomento de la financiación de mercado para las pymes, tanto a escala nacional como europea, y debería ser sopesada por los promotores de infraestructuras de mercado y por las autoridades.

Aunque las propuestas existentes hasta el momento se han centrado en los mercados regulados, el impulso de un mercado paneuropeo para valores de pequeña y mediana capitalización también puede considerarse en el ámbito de los mercados alternativos. De hecho, como se analiza a continuación, una nítida separación de los mercados especializados en pymes, con requisitos de admisión y permanencia adaptados, y los mercados regulados, con una regulación más exigente, resulta ventajosa en términos de protección al inversor.

Con independencia del debate sobre la conveniencia de una dimensión europea de los mercados para valores de pequeña y mediana capitalización, los gestores de las infraestructuras de negociación para este tipo de valores están promoviendo iniciativas para aumentar la visibilidad del mercado. En este sentido, cabe destacar una iniciativa reciente de BME en el ámbito de los servicios de análisis. La disponibilidad de una cobertura de análisis independiente, suficientemente amplia y plural resulta imprescindible para atraer y mantener el interés de los inversores. Con este objetivo, en septiembre de 2011, BME llegó a un acuerdo con el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) para que esta gestione un servicio de análisis denominado InResearch, que podrá ser contratado tanto por las compañías que cotizan en bolsa como por las presentes en el MAB. En concreto, el acuerdo establece un protocolo relativo a las condiciones que deben cumplir los analistas y al procedimiento de selección de los mismos.

Cuestiones relacionadas con la regulación del mercado

Como se ha indicado anteriormente, las bolsas han desarrollado ámbitos de negociación específicos para las empresas de pequeña capitalización con potencial de crecimiento. Estos mercados no son mercados regulados en el sentido establecido por la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (comúnmente conocida por sus siglas en inglés, MiFID) y no están, por tanto, obligados a someterse a la normativa europea aplicable a estos mercados en materia de requisitos de admisión y permanencia.²⁷ Las normas del mercado las establece su órgano gestor, aunque deben contar con la autorización de la autoridad nacional de supervisión.

En general, estas normas son más flexibles en los mercados alternativos que en los regulados. Así, por ejemplo, respecto al capital flotante en el momento de la admisión, mientras que la citada directiva exige que se halle distribuido entre el público un número suficiente de acciones, estableciendo como criterio orientativo el 25% del total, algunos mercados alternativos, como el AIM británico, no fijan criterio alguno y otros, como el español o el italiano, lo hacen con criterios poco limitativos en este aspecto, pensados más para un mercado dirigido a inversores institucionales

27 Las directivas de referencia en esta materia son, principalmente, la Directiva Consolidada de Requisitos de Admisión, la Directiva de Folletos, la Directiva de Transparencia y la Directiva de Abuso de Mercado.

que para un mercado abierto a inversores minoristas. Del mismo modo, respecto al historial de la empresa previo a la admisión, mientras que la directiva mencionada sitúa, de forma flexible, la referencia en tres años, los mercados alternativos optan por períodos menores, generalmente de dos años. Ya en el ámbito de los requisitos de permanencia, los mercados alternativos también incorporan la obligación de presentar un informe anual auditado y un informe no auditado, de contenido similar al anterior, correspondiente a los seis primeros meses del año. Ambos informes son similares a los contemplados en la Directiva de Transparencia para los mercados regulados. Sin embargo, los plazos de presentación son mayores en los mercados alternativos. Así, en la mayoría de estos mercados se suelen establecer seis meses en el informe anual y tres en el semestral, frente a los cuatro y dos meses, respectivamente, requeridos por la citada directiva. En el caso del MAB, el plazo de presentación del informe anual se establece en seis meses, mientras que el correspondiente al informe semestral se fija en tres meses. Además, en los mercados alternativos no se contemplan las dos declaraciones de gestión intermedias requeridas por la Directiva de Transparencia.²⁸

A pesar de esta mayor laxitud que, con carácter general, se aplica en los requisitos de transparencia, los mercados alternativos también exigen algunos requisitos destinados a dar confianza a los inversores y que no están contemplados en los mercados regulados. Así, por ejemplo, es usual que se exija la presencia de entidades que acompañen a la empresa durante una parte o en la totalidad de su vida como entidad cotizada, como asesores o proveedores de liquidez, o la externalización de determinados servicios, como la información a los accionistas a través de internet. De particular importancia es el requisito de que las empresas contraten los servicios de una entidad registrada para asesorarlas respecto al cumplimiento de las normas del mercado y, en general, de la regulación de valores. En el caso del AIM británico, el mercado delega en estos asesores buena parte de su responsabilidad en la supervisión de las normas del mercado. En cuanto a la contratación de un intermediario que proporcione liquidez al valor, es una medida que pretende hacer más atractivo este tipo de valores, generalmente caracterizados por su escasa liquidez en el mercado secundario. Otra medida dirigida a dar confianza a los inversores es el establecimiento de un período mínimo, generalmente de un año, en el que los accionistas y los consejeros de referencia, o los que por su cargo tengan mayor acceso a información no pública susceptible de afectar al precio del valor, se comprometen a no vender sus acciones (cláusula *lock in*). Algunos mercados alternativos, como el MAB español, prevén, asimismo, salvaguardas para los accionistas minoritarios en caso de tomas de control. En los mercados regulados, estas salvaguardas están contempladas en la Directiva de OPA.

Así pues, en el ámbito de la regulación, los mercados para empresas en crecimiento tratan de mantener un cierto equilibrio entre la protección del inversor y la carga de la regulación para las empresas. Por una parte, se tiene en cuenta que las empresas a las que se dirigen estos mercados no siempre están dispuestas a afrontar las obligaciones de transparencia o los costes económicos asociados al cumplimiento de la regulación en los primeros mercados. Por otra, se parte de la premisa de que estos

28 Las declaraciones de gestión intermedia deben presentarse durante cada uno de los dos semestres del año, entre el informe anual (semestral) y el informe semestral (anual) correspondientes.

mercados se dirigen a inversores cualificados, sobre todo inversores institucionales, que no requieren el mismo nivel de protección que los inversores minoristas para tomar participaciones en este tipo de valores y operar con ellos. Desde el punto de vista de los inversores menos cualificados, la separación de este ámbito de negociación respecto a los mercados regulados emite una señal útil, que les advierte de que se hallan ante valores de distintas características en términos de riesgo, especialmente en materia de liquidez, y de que los niveles de protección garantizados por la regulación son también distintos.

En el contexto del proceso de revisión de la Directiva de Transparencia previsto en el artículo 33 de esta norma, la Comisión Europea (CE) elaboró en mayo de 2010 un cuestionario dirigido a los reguladores y a los participantes en el mercado para solicitar su opinión sobre distintas posibilidades de modificación de la directiva. Una parte de las cuestiones planteadas giraba en torno a una posible adecuación de los requisitos de transparencia para las empresas de pequeña capitalización en los mercados regulados, con el fin de reducir los costes de permanencia y atraer nuevas empresas.²⁹ Entre las medidas contempladas, el cuestionario preguntaba por la conveniencia de extender el plazo de presentación de la información periódica en estas empresas y exonerarlas de la presentación de los informes de gestión intermedios (informes de gestión trimestrales) y otras piezas incluidas actualmente en la información periódica exigible a las empresas cotizadas en los mercados regulados, medidas todas ellas que, en principio, reducen la carga de la permanencia en cotización para el emisor. El documento también sometía a consideración algunas medidas tendentes a mejorar la comparabilidad de la información suministrada a los inversores en los distintos mercados y agilizar su difusión a escala europea.

Si se ajustase el régimen de transparencia en los términos considerados en el cuestionario de la Comisión Europea, los requisitos exigidos a los valores de pequeña capitalización cotizados en los mercados regulados no serían muy distintos de los que actualmente tienen establecidos los mercados alternativos para empresas en crecimiento. Esta última consideración subyace en el origen de la actual discusión acerca de la conveniencia de acometer una reforma de este tipo, en un contexto en el que ya existen, como se ha señalado anteriormente, alternativas desarrolladas por las bolsas de valores, esto es, por los gestores de los mercados regulados.

Algunos expertos argumentan a favor de esta opción, señalando que existen inversores que no se sienten cómodos con el nivel de protección y los bajos niveles de liquidez que ofrecen los mercados alternativos. En esta línea, se argumenta, además, que algunas pequeñas y medianas empresas eligen cotizar en los mercados regulados por razones fiscales o de regulación. Así, por ejemplo, en algunos países europeos, las compañías de inversión inmobiliaria pueden beneficiarse de un tratamiento fiscal favorable si cotizan en un mercado regulado. Asimismo, en ocasiones, se señala que los inversores institucionales regulados tienen restricciones para invertir en valores no cotizados en mercados regulados. Sin embargo, como se comenta más adelante, esta línea argumental no parece suficiente para justificar por sí sola una reducción de los requisitos de transparencia en el mercado regulado.

29 El cuestionario de la Comisión Europea puede encontrarse en http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/directive/consultation_questions_en.pdf.

También se sugiere flexibilizar otras normas relativas a las condiciones de admisión y permanencia de las empresas de pequeña y mediana capitalización en los mercados regulados. Así, en el ámbito de la Directiva de Folletos, entre otras medidas, se sugiere elevar los límites en el importe a emitir, que obligan a la presentación de folletos, y simplificar el contenido de la información histórica en el momento de la admisión. En el ámbito de las normas contables, se propone reconsiderar para las empresas de pequeña y mediana capitalización la obligación de utilizar las normas internacionales de información financiera en la presentación de las cuentas consolidadas. En el ámbito del gobierno corporativo, se recomienda elaborar códigos de referencia adaptados a este tipo de empresas y que, como ya hace el AIM británico, la información basada en el principio «cumple o explica» se refiera, en todo caso, a este tipo de códigos. En el ámbito de la Directiva de Abuso de Mercado, se propone eximir a estas compañías de la obligación de elaborar listas de iniciados, esto es, de mantener una relación actualizada de los empleados de la firma u otras personas que, por su intervención profesional, poseen información de carácter no público susceptible de afectar a los precios. Finalmente, se recomienda promover la liquidez del mercado a través de intermediarios especializados en esta actividad. A tal fin, se propone extender a estas entidades un pasaporte europeo para que puedan operar en cualquier mercado regulado de la Unión Europea, siempre que dispongan de las adecuadas «murallas chinas». Asimismo, se solicita el reconocimiento de esta actividad como «práctica aceptada de mercado» en la Directiva de Abuso de Mercado.³⁰

Así pues, tanto las cuestiones incluidas en la consulta de la Comisión como las recomendaciones de Demarigny (2010) invitan a reflexionar sobre la conveniencia de potenciar los mercados regulados como un ámbito de negociación adecuado para las empresas con potencial de crecimiento y, en general, para las pequeñas y medianas empresas. A este respecto, conviene destacar las siguientes observaciones.

En primer lugar, como se ha indicado, si se flexibilizan los requisitos de admisión y permanencia en los mercados regulados en el sentido descrito, tales requisitos se aproximarán a los que hoy imperan en los mercados alternativos. En particular, si el distinto tratamiento regulador de los pequeños y los grandes valores que se propone en los mercados regulados se señala adecuadamente, no es evidente que la percepción de los inversores sobre la liquidez de estos valores o su confianza respecto al nivel de protección del inversor en los mercados regulados vaya a ser significativamente mejor que la concitada actualmente por los mercados alternativos.

En segundo lugar, la presencia de empresas en los mercados regulados por razones fiscales o inducidas por las restricciones regulatorias a la inversión en acciones no cotizadas de los inversores institucionales no constituye una razón suficiente para modificar a la baja sus requisitos de transparencia. En este sentido, habría que analizar hasta qué punto estas restricciones juegan un papel relevante en las decisiones de las empresas de cotizar en uno u otro tipo de mercado. En otras palabras, si en ausencia de estas restricciones, una vez adoptada la decisión de cotizar en un mercado, las empresas siguiesen optando por los mercados regulados, el argumento perdería valor. No obstante, si las restricciones fuesen relevantes en el sentido descrito, no parece razonable proponer una reducción de los requisitos de transparencia sin

30 De acuerdo con la redacción actual de esta directiva, tal reconocimiento es potestativo de los Estados.

analizar otras opciones. En particular, podría resultar más eficaz a largo plazo que la solución a estos problemas se acometiese en el ámbito de las políticas públicas en el que se originan las correspondientes distorsiones.

En tercer lugar, algunas de las medidas de ámbito transfronterizo que se sugieren podrían tener un efecto positivo para los valores de pequeña y mediana capitalización en los mercados regulados. En particular, cabe destacar el establecimiento de requisitos en el formato de la información que redunden en una mayor comparabilidad de la información financiera, la agilización de la distribución de la misma entre países y la creación de un pasaporte europeo para las entidades especializadas en la provisión de liquidez a los valores cotizados. Estas medidas podrían aplicarse y tener un efecto positivo en el ámbito de los mercados alternativos.

La cuarta observación se refiere a la conveniencia de tener en cuenta el impacto que pueda causar una cierta reducción de la transparencia en la liquidez de los valores afectados. Generalmente, estos valores son de por sí poco líquidos debido a que tanto el capital como su difusión entre accionistas distintos a los de control suelen ser reducidos. Algunos estudios académicos sugieren que los cambios de mercado o régimen de regulación pueden tener un efecto negativo sobre el precio y la liquidez cuando el cambio supone una menor calidad de la regulación.³¹

La quinta observación tiene que ver con el impacto sobre la protección del inversor y la reputación del mercado. Si se optase por un tratamiento regulador distinto para los pequeños y los grandes valores en los mercados regulados, sería aconsejable, como mínimo, segmentar estos mercados, señalizando adecuadamente para los inversores los niveles de protección garantizados. Una solución probablemente más adecuada que esta consistiría en preservar los mercados regulados como mercados de máxima calidad en términos de protección al inversor y establecer otra categoría de mercados para los pequeños y medianos valores que reciban un tratamiento diferenciado. Esta segunda solución sería más útil para los inversores debido a la mayor nitidez de la señal emitida y sería compatible con un cierto nivel de regulación certificado por la normativa europea.

La sexta observación se refiere a la conveniencia de estimular mediante la regulación la inversión institucional en valores de pequeña y mediana capitalización. En particular, como se ha indicado, se ha sugerido la conveniencia de considerar la creación, en el marco de la Directiva de UCITS, de una categoría de vehículos especializada en valores de pequeña y mediana capitalización. Las instituciones de inversión colectiva armonizadas pueden invertir en cualquier clase de activo financiero, en particular en valores cotizados y no cotizados de pequeñas y medianas empresas. La creación de una categoría de UCITS especializada en este tipo de valores podría favorecer la inversión transfronteriza tanto en el ámbito de los mercados regulados como de los mercados alternativos.

La última observación hace referencia a la supervisión del mercado. Como se ha indicado, a diferencia de los mercados regulados, los mercados alternativos no están

31 Véase, por ejemplo, López (2008), donde se ofrece un resumen de la literatura académica relevante en esta materia.

sujetos a la MiFID y disfrutaban en muchos casos de una amplia autonomía en materia de regulación y supervisión. Sin embargo, la experiencia general en materia de autorregulación y, en particular, la experiencia reciente de estos mercados sugiere que el supervisor público no debería inhibirse en el seguimiento del funcionamiento del mercado y del ejercicio de las funciones supervisoras propias del organismo gestor. En el caso del MAB, la CNMV asume esta tarea de seguimiento como una de sus obligaciones, en la seguridad de que ello contribuye a generar una mayor confianza en el mercado.

6 Conclusiones

Las pymes tienen un peso muy elevado en la generación de empleo y valor añadido en la economía española, claramente superior al que se observa en la mayoría de los principales países de la Unión Europea. Como en otros países de nuestro entorno, el canal bancario juega un papel esencial en la financiación de las pymes y se observa un escaso desarrollo de otras fuentes de financiación externa, como el capital riesgo o los mercados de valores. La dependencia del crédito bancario ha agudizado el impacto negativo de la crisis financiera iniciada en 2007 sobre la financiación de estas empresas, debido a las restricciones de liquidez a las que se han enfrentado las entidades financieras en algunos mercados mayoristas clave, como el interbancario o el de las titulaciones, y a las estrategias de desapalancamiento seguidas por estas entidades para reforzar su solvencia.

La información disponible pone de relieve que la situación en materia de financiación sigue siendo difícil en estos momentos para las pymes españolas. Las perspectivas a corto y medio plazo también suscitan preocupación debido a la incertidumbre existente acerca de la normalización del crédito y el impacto de la nueva regulación prudencial sobre la capacidad de intermediación del sector bancario. La experiencia de la crisis que afectó a la economía española a principios de la última década del siglo pasado sugiere que no puede descartarse una recuperación lenta del crédito bancario tras el impacto de una crisis financiera tan aguda como la iniciada en 2007.

En este contexto de dificultades e incertidumbres, resulta necesario analizar la posibilidad de desarrollar vías alternativas de financiación. En particular, tal necesidad resulta patente en el caso de las empresas de reciente creación con posibilidades de crecimiento elevado, de gran importancia para la economía por su potencial para innovar y crear empleo. El desarrollo de fórmulas alternativas para estas empresas en sus primeras etapas incluye tanto actividades de capital riesgo (*business angels* y entidades formales de capital riesgo) como el desarrollo de la financiación a través de los mercados de valores. En particular, conviene prestar una atención especial a los denominados mercados alternativos que, como el MAB español, se han ido creando durante los últimos años, inspirados en el éxito del AIM británico. Estos mercados, que no son mercados regulados en el sentido de la directiva MiFID, sino, esencialmente, mercados autorregulados, ofrecen a los valores de pequeña y mediana capitalización y a sus inversores un marco más flexible en materia de información al mercado y otros requisitos.

La preocupación acerca de la financiación de las pymes, especialmente de las empresas jóvenes con potencial de crecimiento, está suscitando un amplio debate en el ámbito comunitario y en diversos países, entre ellos el nuestro. Dentro de las cuestiones que se plantean, cabe destacar, sobre todo, las relacionadas con la convenien-

cia de ampliar la base inversora, el establecimiento de posibles ayudas a las empresas que quieran acudir al mercado y, en relación con los mercados para valores de pequeña y mediana capitalización, el diseño del mercado y el papel que la regulación pueda jugar en su impulso.

Los incentivos fiscales pueden jugar un papel importante en las dos primeras cuestiones. Así, en relación con la búsqueda de nuevos inversores, diversos países tienen establecidas importantes bonificaciones fiscales asociadas a la inversión en las fases iniciales de pequeñas empresas en crecimiento. Este tipo de incentivos se justifica, principalmente, en base a la existencia de asimetrías informativas que dificultan la inversión en esas fases iniciales. En España, se cuenta desde hace varios años con incentivos de este tipo instituidos por algunas comunidades autónomas, que bonifican la inversión en empresas cotizadas en el MAB. Además, desde julio de 2011, se cuenta con un esquema estatal de ayudas aplicable, con carácter general, a empresas de dimensión muy reducida no cotizadas en mercados regulados. Aunque estas ayudas pueden beneficiar, en principio, a empresas cotizadas en el MAB, tal posibilidad resulta poco probable debido a la notable limitación en el tamaño de la firma (fondos propios no superiores a 200 mil euros). Con independencia de los incentivos introducidos, debe señalarse la existencia de algunas asimetrías en los impuestos sobre la renta para residentes y no residentes que pueden perjudicar, sin una evidente justificación, a los valores cotizados en el MAB en comparación con los valores cotizados en los mercados secundarios oficiales.

Las ayudas públicas para estimular la salida al mercado de las pymes también se justifican, en ocasiones, alegando la existencia de obstáculos que dificultan el acceso al mercado, principalmente barreras informativas y costes elevados del proceso de salida. En España, varias comunidades autónomas y empresas públicas ofrecen ayudas para fomentar los procesos de salida al mercado, instrumentadas mediante créditos y subvenciones.

La cuestión relativa al diseño de mercado se centra, fundamentalmente, en la reducida visibilidad que suele caracterizar a los mercados o segmentos de negociación para valores de pequeña y mediana capitalización en comparación con los correspondientes a los grandes valores. Estos problemas tienen que ver con la escasa atención que analistas e intermediarios prestan, en general, a estos valores. De ahí que, entre otras propuestas, algunos expertos aboguen por impulsar mercados de carácter paneuropeo, susceptibles de alcanzar con mayor rapidez que los mercados nacionales un tamaño suficiente y con capacidad de atraer la atención de analistas, intermediarios, empresas e inversores. El deseo de incrementar la visibilidad del mercado también ha dado pie a iniciativas en el ámbito de los gestores de las infraestructuras de negociación para promover una oferta de análisis independiente que cubra los valores cotizados en las mismas. En nuestro país, cabe destacar que BME puso en marcha en septiembre de 2011 un servicio de análisis de estas características tanto para el mercado regulado como para el MAB, gestionado por el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF).

En cuanto al papel de la regulación, el debate actual coincide con un amplio proceso de revisión de la normativa comunitaria de los mercados de valores, y se centra en la conveniencia o no de establecer una «escala pyme» de la regulación, ajustando los requisitos exigidos en las principales directivas cuando se trate de valores de peque-

ña y mediana capitalización, incluso si cotizan en mercados regulados MiFID. Si se optase por la vía de admitir, dentro de un mismo mercado, distintos niveles de exigencia en la regulación, sería aconsejable una segmentación nítida del mercado basada en la calidad de la regulación, de forma que los inversores no tuviesen dudas al respecto. En cualquier caso, no es evidente que una decisión de este tipo supusiese una mejora respecto a la situación actual, dado que, por una parte, los mercados regulados ofrecen, de modo homogéneo para todos los valores cotizados en ellos, requisitos de máxima exigencia y, por otra parte, los mercados alternativos ya ofrecen requisitos adaptados a las pymes que los inversores que participan en estos mercados parecen aceptar sin dificultad.

También desde el ámbito de la regulación, se ha propuesto que la Directiva de UCITS contemple la creación de vehículos armonizados especializados en valores de pequeña y mediana capitalización. Una medida de este tipo podría resultar útil para favorecer la inversión transfronteriza en los valores mencionados, tanto en el ámbito de los mercados regulados como en el de los mercados alternativos.

Finalmente, la experiencia general en materia de autorregulación de los mercados sugiere que la completa inhibición del supervisor público no suele ser positiva en términos de confianza de los inversores. Por tanto, a pesar de la amplia autonomía en materia de regulación y supervisión de que gozan los mercados alternativos, resulta aconsejable un seguimiento activo del funcionamiento del mercado y del ejercicio de sus funciones autónomas de supervisión por parte de la autoridad correspondiente. En el caso de la CNMV, se ha asumido tal seguimiento como una obligación en el marco de sus funciones.

Bibliografía

Banco Central Europeo (2009). *Survey on the Access to Finance of SMEs in the Euro Area. First half 2009 to September 2010*. Disponible en <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

Banco Central Europeo (2010a). *The Euro Area Banking Lending Survey*. Julio de 2010. Disponible en <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>.

Banco Central Europeo (2010b). *Survey on the Access to Finance of SMEs in the Euro Area. March to September 2010*. Octubre 2010. Disponible en <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

Bernanke, B. y M. Gertler (1989). «Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations». *American Economic Review*, 79 (1), pp. 14-31.

Carpenter, R. E. y B. C. Petersen (2002). «Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?». *Review of Economics and Statistics*, 84 (2), pp. 298-309.

Cassar, G. (2004). «The Financing of Business Start-ups». *Journal of Business Venturing*, 19 (2), pp. 261-283.

CNMV (2011). *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación. 2010*. Disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IA2010_web.pdf.

Comisión Europea (2010). *Ficha informativa sobre la SBA: España. 2010/2011*. Disponible en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/pdf/2010_2011/spain_es.pdf.

Comisión Europea (2011). *Are EU SMEs recovering from the crisis? Annual Report on EU Small and Medium sized Enterprises 2010/2011*. Ecorys. Disponible en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/pdf/2010_2011/are_the_eus_smes_recovering.pdf.

Consejo Superior de Cámaras de Comercio (2011). *Encuesta sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena. Resultado del primer trimestre de 2011*. Disponible en http://www.camaras.org/publicado/shop/prod_42042/estudios/pdf/encuesta_finan/2009/informe_financiacion_pymes_primer_trimestre_2011.pdf.

Demarigny, F. (2010). *An EU-Listing Small Business Act*, Mazars Group, marzo de 2010. Disponible en <http://www.mazars.com/Home/News/Latest-news2/Report-calling-for-an-EU-listing-SBA>.

Department for Business, Innovation and Skills (2009). *SME Business Barometer*. Junio 2009. Disponible en <http://www.bis.gov.uk/files/file53003.doc>.

EBAN (2010a). *Early Stage Investing: An Asset Class in support of the UE strategy for growth and jobs. A recipe for the EU to become one of the world's most dynamic early-stage investment markets*. EBAN White Paper, October 2010. Disponible en <http://www.eban.org/resource-center/publications/eban-publications>.

EBAN (2010b). *Tax Outlook in Europe. Business Angels Perspective*. Disponible en <http://www.eban.org/resource-center/publications/eban-publications>.

European Association of Mutual Guarantee Societies (2010). *Guarantees and the Recovery. The Impact of Anti-crisis Guarantee Measures*. Disponible en <http://www.aecm.be/servlet/Repository/report-on-performance-of-anti-crisis-guarantee-measures.pdf?IDR=150>

Fraser, S. (2005). *Finance for Small and Medium-Sized Enterprises: A Report on the 2004 UK Survey of SME Finances*. Warwick Business School. Disponible en <http://www.wbs.ac.uk/downloads/research/wbs-sme-main.pdf>.

Hart, O. y J. Moore (1995). «A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital». *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109 (4), pp. 841-79.

HM Treasury (2011). *Tax-advantaged venture capital schemes: a consultation*. Disponible en http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_condoc_tax_advantage_venture_capital.pdf.

Kaesler, C. y D. Schiereck (2008). *Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public*. European Business School. Disponible en http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/30_studies/Cost_of_Capital_2008.pdf

Kitching, J., D. Smallbone y M. Xheneti (2009). *Have UK Small Enterprises Been Victims of the «Credit Crunch»?* Disponible en <http://eprints.kingston.ac.uk/6916/2/Kitching-J-6916.pdf>.

Kiyotaki, N. y J. H. Moore (1997). «Credit Cycles». *Journal of Political Economy*, 105, pp. 211-248.

López, E. (2008). *Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones*. CNMV, Documento de Trabajo nº 30. Disponible en http://10.10.1.33/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2008_30.pdf.

Macroeconomic Assessment Group (2010). *Final Report. Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*. Bank for International Settlements. Disponible en <http://www.bis.org/publ/othp12.pdf>.

Myers, S. C. y N. S. Majluf (1984). «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have». *Journal of Financial Economics*, 13 (2), pp. 187-221.

OCDE (2010). *Better Financing for SMEs and Entrepreneurs for Job Creation and Growth*, Issues Paper 2, Working Party on SMEs and Entrepreneurship (WPSMEE), Bologna +10 High Level Meeting on Lessons from the Global Crisis and the Way Forward to Job Creation and Growth. Disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/29/56/46404374.pdf>.

Ramalho, J. y J. Vidigal da Silva (2007). *A Two-Part Fractional Regression Model for the Capital Structure Decisions of Micro, Small, Medium and Large Firms*. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=968017>.

Sánchez de la Peña, R. (2008). *Análisis del segmento de empresas en expansión creado en el entorno del mercado alternativo bursátil operado por el Grupo Bolsas y Mercados Españoles*. Boletín de la CNMV, trimestre II 2008. Disponible en <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreII08.pdf>.

Slovik, P. y B. Cournède (2011). *Macroeconomic Impact of Basel III*. OECD Economics Department Working Papers nº 844. Disponible en <http://dx.doi.org/10.1787/5kghwnhkkjs8-en>.

Thornton, G. (2010). *Economic Impact of AIM and the Role of Fiscal Incentives*. Disponible en http://www.grant-thornton.com/thinking_blogs/publications/economic_impact_of_aim_and_the.aspx.

URS (2010). *The City's Role in Providing for the Public Equity Financing Needs of UK SMEs*. City of London Corporation. Disponible en http://217.154.230.218/NR/rdonlyres/41845B12-46F7-46E0-8F53-03137F5B92A8/0/BC_RS_SMEFinancingReport.pdf.

