



Hacia un sistema financiero español más equilibrado: el papel de los mercados de valores

Víctor Rodríguez Quejido

Gabinete de Presidencia

Director

CNMV

Jornada de debate (BME / FEF)

Madrid, 10 de octubre de 2012

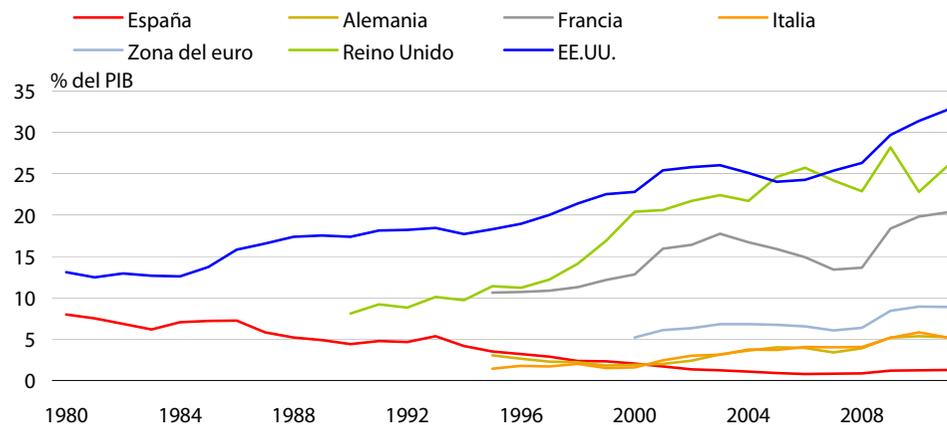
Agenda para esta presentación



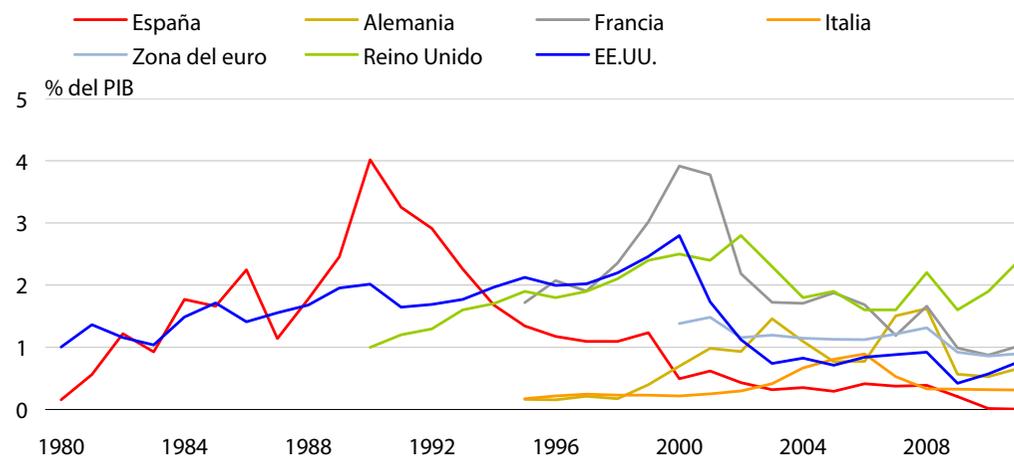
1. La estructura productiva española descansa básicamente sobre las pymes, que, a su vez, dependen en gran medida de la financiación bancaria (siendo este un fenómeno generalizado en las emp. esp.)
2. Recomposición de las fuentes de financiación, aún más deseable:
 - Condiciones de acceso al crédito, previsiblemente, más estrictas
 - Ciertos proyectos de inversión (emprendimiento, alto riesgo) deberían ser financiados mayoritariamente mediante fuentes no bancarias
3. Algunos aspectos principales en el actual debate sobre el papel de los mercados de valores en la financiación de las pymes
4. Un resumen de los desarrollos recientes en la regulación de los mercados de valores en el ámbito de la UE e iniciativas recientes en España sobre acceso de las empresas a los mercados de valores

Financiación de las empresas españolas

Saldo vivo de bonos emitidos por sociedades no financieras



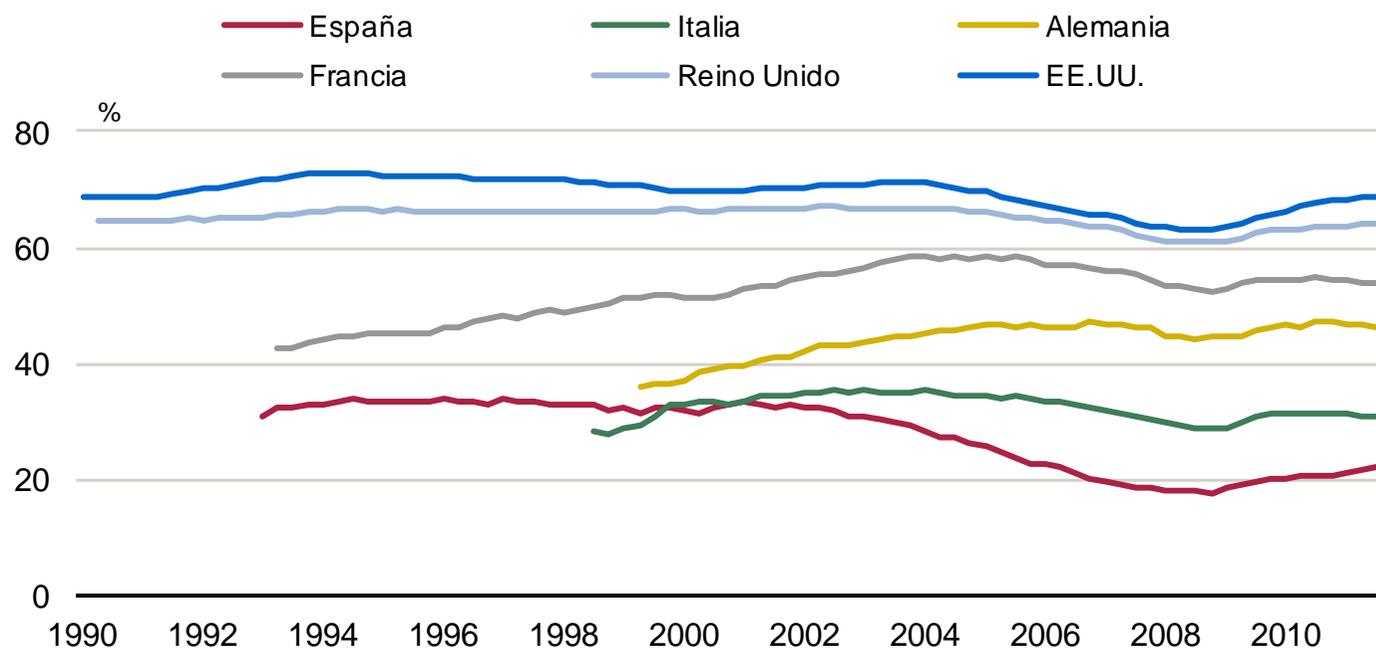
Saldo vivo de pagarés emitidos por sociedades no financieras



Financiación de las empresas españolas



Financiación de mercado (*M*) vs bancaria (*B*) de las sociedades no financieras, $M/(M+B)$ %



Fuente: Bancos Centrales Nacionales y Dealogic. Datos hasta el cuarto trimestre de 2011.

La preponderancia de las pymes en el tejido productivo español explica en parte el alto grado de intermediación bancaria de nuestra economía

El papel de las pymes en la economía española y su estructura financiera



	Pymes	Grandes empresas
<i>% del total</i>		
Empleo		
España	76,3	23,7
UE	66,9	33,1
PIB		
España	67,9	32,1
UE	58,4	41,6

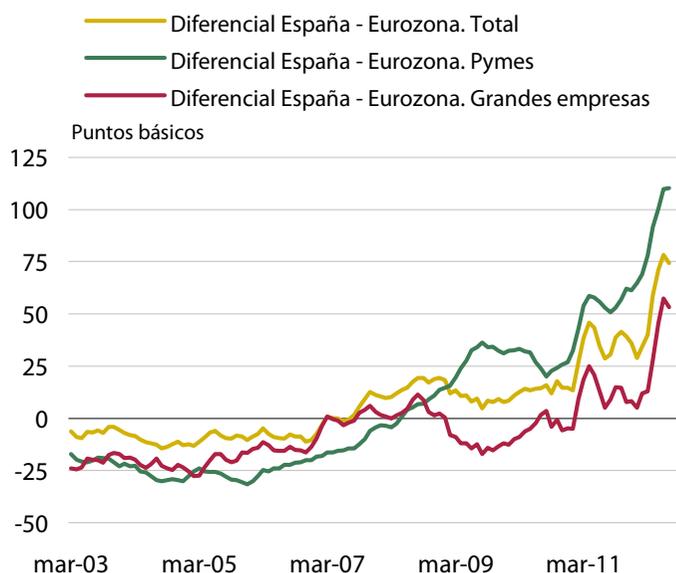
Fuente: Comisión Europea. Estimaciones para 2010.

- La contribución de las pymes españolas al empleo y al PIB es 10 p.p. superior que en la UE.
- El peso de la financiación bancaria en el pasivo total de las pymes españolas es 1,8 veces superior que el de las grandes empresas (en línea con otros países de la UE).

Financiación de las pymes durante la crisis (I)

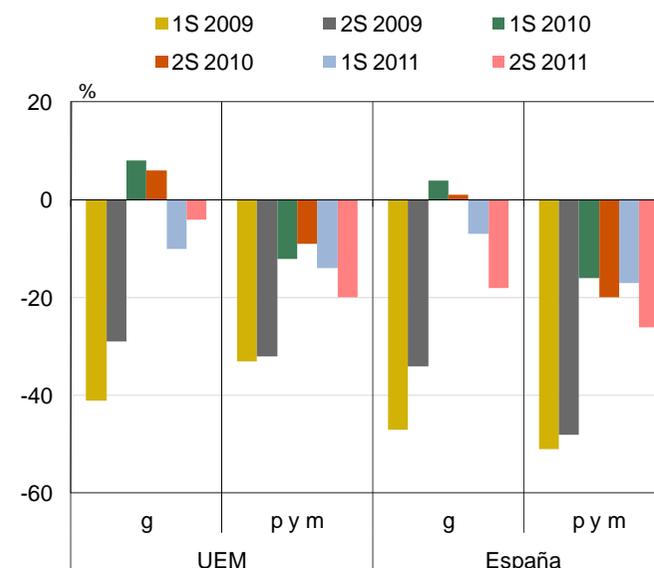


Tipo de interés de los préstamos bancarios a sociedades no financieras (nuevas operaciones)



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

Disponibilidad de crédito bancario de las sociedades no financieras

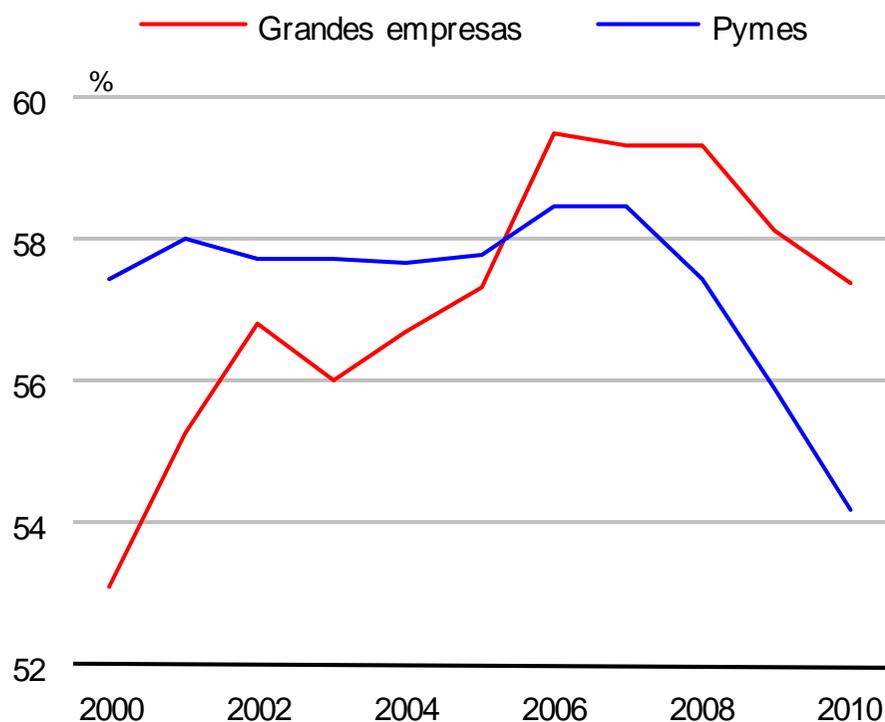


Fuente: BCE (*Survey on the Access to Finance of SMEs in the Euro Area*). Porcentaje de empresas que indican una mejora en la disponibilidad de crédito bancario, menos el porcentaje de empresas que indica un empeoramiento en la misma.
g: grandes empresas; p y m: pymes.

- Los indicadores disponibles revelan que las pymes españolas han sufrido un endurecimiento más acusado en las condiciones crediticias frente a las grandes empresas españolas y el resto de pymes de la Eurozona

Financiación de las pymes durante la crisis (II)

Ratio de desapalancamiento de las sociedades no financieras españolas



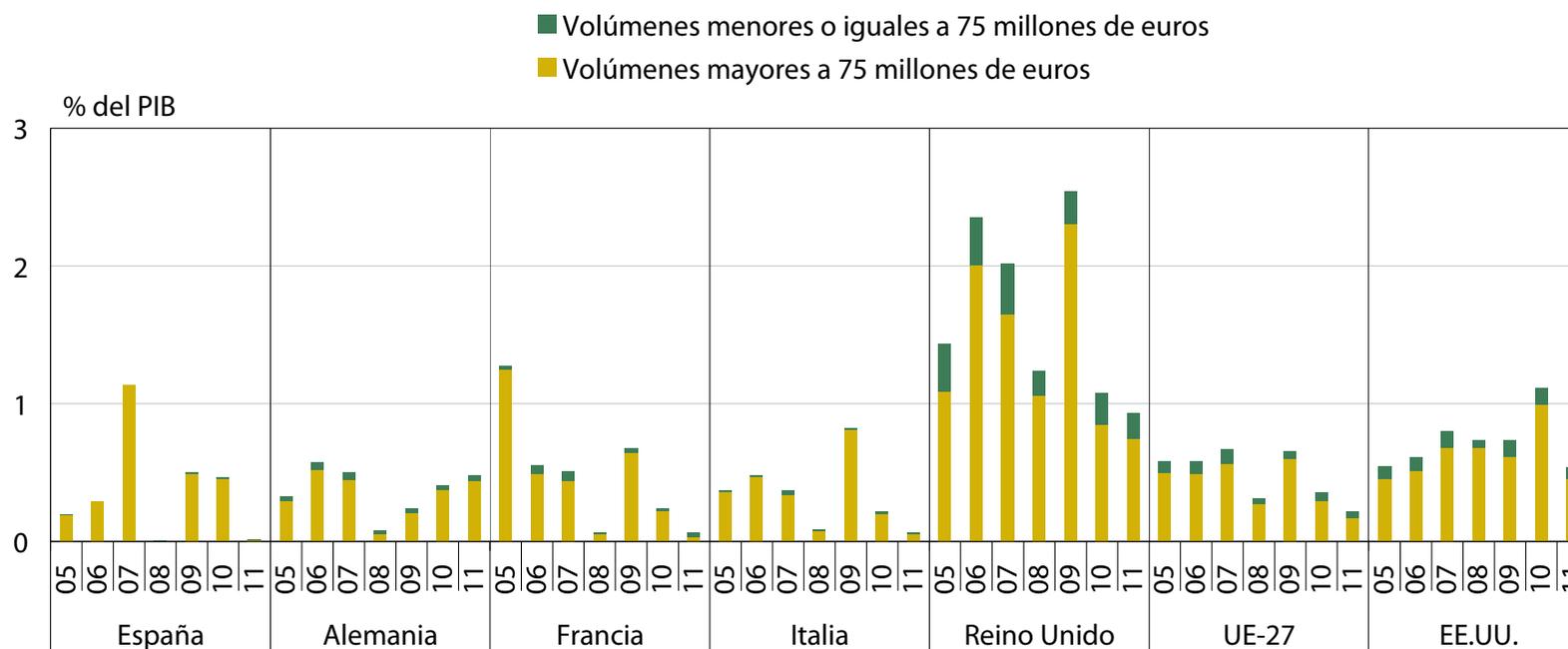
Fuente: Base de datos BACH. Datos anuales hasta 2010. La ratio de apalancamiento mide el porcentaje de deuda sobre los activos totales.

- El desapalancamiento es mucho más intenso en las pymes (y, además, en todos los sectores productivos)

Financiación de las pymes durante la crisis (III)



Emisiones domésticas de renta variable de las empresas no financieras



Fuente: Dealogic.

- Las pymes españolas apenas apelan al mercado para captar capital, en línea con los principales países continentales de la UE

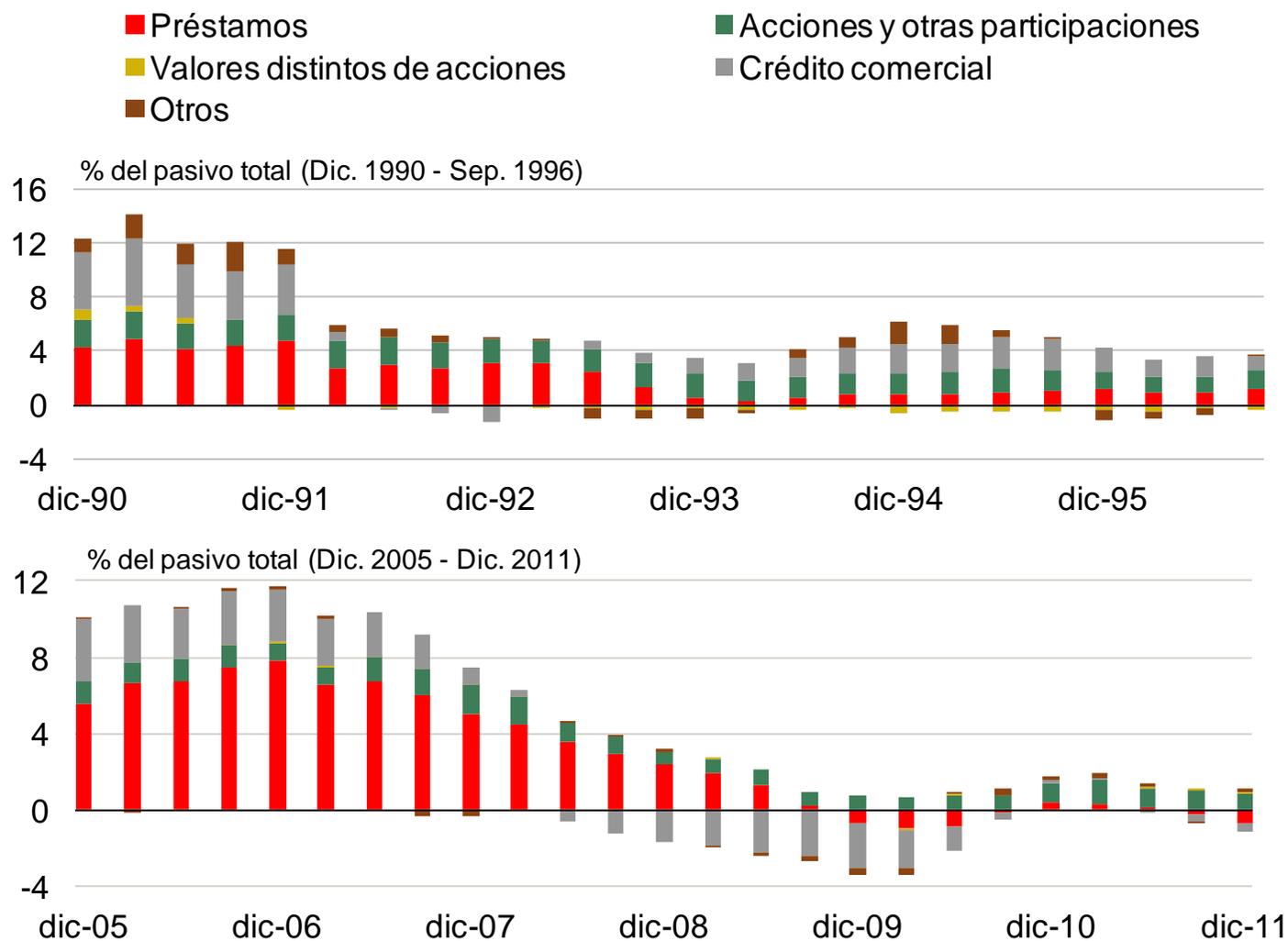
Un reto importante por delante: hacia una menor intermediación bancaria



- Persistencia de la caída en el crédito bancario durante periodos recesivos, especialmente tras una crisis bancaria **[Gráficosig]**
- Basilea III exigirá más capital y de mayor calidad – una lección central de la crisis – y nuevas ratios de liquidez
- En conjunto, ello supondrá una reducción de la capacidad de intermediación financiera del sistema bancario, con un impacto potencial directo sobre los préstamos a pymes, que son más arriesgados y menos líquidos
- La magnitud del reto, dada la preponderancia de las pymes en la estructura productiva de la economía española, no debería ser subestimada:
 - Un mayor desarrollo de los canales no bancarios (fundamentalmente, financiación vía mercado y capital riesgo) ayudaría a equilibrar la estructura de financiación del sector empresarial, pero no son un sustituto de primer orden del crédito bancario para la amplia mayoría de pymes españolas

Retos futuros (I): lenta recuperación del crédito

Cambio en los pasivos de las empresas no financieras españolas



La necesidad de canales alternativos de financiación



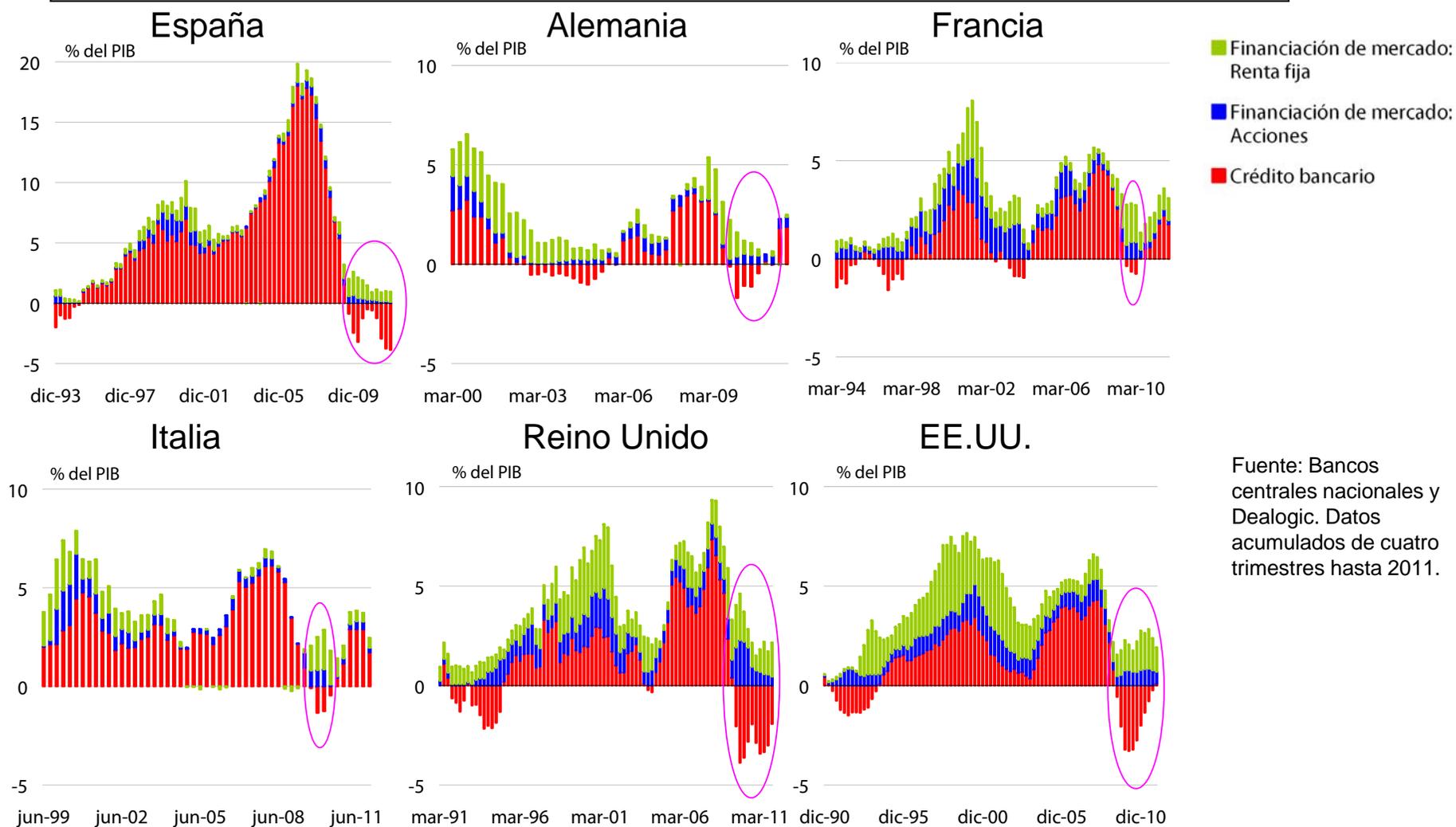
- Aparte de su efecto compensatorio sobre la caída del crédito, se vislumbran una serie de beneficios:

- **Capital-riesgo:** diversas actividades con alto riesgo son socialmente deseables pero carecen de financiación bancaria y/o esta última no es conveniente para estos proyectos
- **Mercado de valores:**
 - A nivel de empresa individual: el acceso al mercado supone una diversificación de las fuentes de financiación e incrementa la difusión de información sobre la compañía y su profesionalización, señalizándola positivamente
 - A nivel macrofinanciero: la financiación de mercado es menos procíclica que el crédito bancario [\[Gráficosisg\]](#)

- Adicionalmente, los mercados de acciones son una salida natural a la participación del capital-riesgo y de otros inversores profesionales en empresas ya maduras. Por tanto, surgen sinergias de la combinación de ambos canales

La necesidad de canales alternativos de financiación

Cambios en la financiación de mercado y en el crédito bancario a las sociedades no financieras



¿Qué papel pueden jugar los mercados?



- **Una cuestión inicial básica: ¿cuál es el mercado más apropiado para las pymes?**

Los mercados alternativos parecen la elección más natural (requisitos regulatorios menos onerosos, menores costes de acceso y mantenimiento, más visibilidad, etc.):

Principales mercados alternativos

Mercado alternativo	País	Fecha de creación	Número de compañías¹ a cierre de 2011	Volumen captado desde su creación^{1,2}
AIM	Reino Unido	1995	1.143	63.417
Entry Standard	Alemania	2005	140	1.519
Alternext	Bélgica, Francia y Holanda	2005	180	1.339
AIM	Italia	2008	14	24
MAB Expansión	España	2008	21	141

Fuente: Bolsas de valores y Dealogic.

1. Los datos del MAB Expansión comprenden hasta el 30 de junio de 2012.

2. Millones de euros.

Algunas cuestiones centrales en el debate actual (I)



1. Aumentar la base inversora: ¿qué papel deben jugar los incentivos fiscales?

- Varios mercados alternativos (e.g. AIM, Alternext) disfrutaban de incentivos fiscales.
- En España, algunas CCAA ofrecen incentivos para los inversores en el MAB, mediante deducciones en el IRPF para suscriptores de emisiones en el mercado primario, siempre que mantengan su inversión al menos 2 años.

A destacar: En primer lugar, es fundamental identificar las fricciones de mercado relevantes y evitar nuevas distorsiones. Un diseño correcto de estos incentivos debe tener en cuenta sus efectos sobre la liquidez del mercado y evitar su fragmentación mediante la “competencia fiscal” entre regiones.

Algunas posibles líneas de actuación:

- Explorar fórmulas que han funcionado bien en otros países (e.g. *Venture Capital Trusts* en Reino Unido).
- Eliminar sesgos existentes en la normativa fiscal que afectan negativamente a la inversión en mercados alternativos.

Algunas cuestiones centrales en el debate actual (II)



2. Facilitar el acceso de las compañías al mercado: ¿algún papel para los subsidios públicos?

- Varias CCAA y empresas públicas (Enisa) ofrecen créditos y subvenciones en condiciones favorables para empresas que acceden al MAB

A destacar : la presencia de costes “hundidos” de entrada puede justificar este tipo de actuaciones

Costes de salida a Bolsa (mediana) durante 1999-2008 (% del capital)

	Euronext	DBAG	LSE	NYSE	NASDAQ	HKEX
Pymes	7,6	9,2	11,1	9,8	9,5	20,0
Grandes empresas	5,5	6,5	7,3	7,6	8,1	7,7

Fuente: “Primary Market Activity and the Cost of Going and Being Public”, C. Kaserer and D. Schiereck, DB AG (Oct-2008).

3. La necesidad de una masa crítica: ¿un mercado paneuropeo?

Con pocas excepciones (e.g. Reino Unido), es posible que la escala eficiente mínima exceda el tamaño del mercado nacional

A destacar : liquidez, cobertura de analistas, costes de gestión, etc., dependen del tamaño del mercado

Iniciativas regulatorias en marcha en la UE (I)



Algunas de las principales directivas de la UE están bajo revisión, con propuestas específicas para facilitar el acceso de las pymes a los mercados de capitales:

- MiFID:
 - o Introducción de un nuevo segmento de mercado (“*SMEs Growth Markets*”) con requisitos más flexibles para pymes
 - o Esta medida debería aumentar su visibilidad, mejorar su perfil y potenciar el desarrollo de unas normas reglamentarias paneuropeas para estos mercados

- Directiva de Folletos:
 - o Introduce algunas exenciones en pequeñas operaciones, e.g. elevación del umbral en la obligación de emisión de un folleto de 2,5 millones de euros a 5 millones

Iniciativas regulatorias en marcha en la UE (II)



- Directiva de Transparencia:
 - o Las compañías cotizadas, incluidos los emisores más pequeños (pymes), no estarán obligadas a publicar información financiera trimestral

- Abuso de mercado:
 - o La CE propone que las compañías con valores negociados en “*SMEs Growth Markets*” difundan información privilegiada de una forma más simplificada;
 - o Estos emisores estarían exentos, bajo ciertas condiciones, de la obligación de mantener y actualizar periódicamente la lista de personas con info. privilegiada

- *European Venture Capital Funds (EVCF)*. La CE propuso en dic-2011:
 - o La creación de una normativa armonizada para una nueva categoría de fondos de capital-riesgo altamente especializados en la financiación de pymes;
 - o La concesión de un pasaporte europeo de comercialización a los gestores de EVCF, que permitirá su acceso a los inversores admisibles en toda la UE

Iniciativas regulatorias en marcha en la UE (III)



- Algunos de estos cambios van en la dirección correcta, como aquellas encaminadas a una homogeneización normativa (e.g. MiFID y EVCF)
- Otras, claramente no, e.g. la relajación de los requerimientos de transparencia puede exacerbar el “pecado original” de las pymes, *i.e.* fuertes asimetrías informativas
- Algunas reflexiones generales sobre el proceso regulatorio actual:
 - Facilitar el acceso de las pymes a los mercados no debería descansar exclusivamente en la reducción de los costes de emisión. Se necesita aumentar la base inversora
 - Una reducción generalizada de los requerimientos que impactan en la calidad del mercado (transparencia, abuso de mercado, etc.) no es una opción aconsejable
 - Es preferible la definición de requerimientos armonizados para mercados alternativos específicamente diseñados para pymes e inversores cualificados

Iniciativas regulatorias en marcha en España



- Actualmente el Gobierno español está analizando algunas iniciativas como:
 - Crear un mercado alternativo de renta fija
 - Facilitar acceso cotizadas no financieras a plataforma SEND (pagarés)
 - Mejoras régimen MAB (incluyendo incentivos fiscales y norma “ascensor”)
- Mercado alternativo de renta fija:
 - Se está pensando en un SMN tipo MAB o un segmento del MAB
 - Tamaño de las empresas a emitir aquí: podrían ser incluso grandes no cotizadas
 - Simplificación de las obligaciones para emisión, anotación en cuenta y registrales y flexibilización req. acceso al mercado
 - La idea inicial es que se emitan títulos con un nominal mínimo de 100k euros
 - Inversores cualificados
 - Mecanismos de agregación
 - Incentivos fiscales

Conclusiones



- Preponderancia pymes y financiación bancaria en España
- Ir hacia un mayor peso de la financiación por otras vías
- Más relevante actualmente por restricciones crediticias persistentes
- Pymes y mercados: aumentar la base inversora y eliminar barreras
- Preocupación en el legislador europeo: precaución medidas contra calidad mdo.
- Iniciativas en España: positivas pero persisten barreras económicas y culturales



Gracias por su atención