



Jesús González Nieto-Márquez

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

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

Desde múltiples ámbitos se insiste en la necesidad de dar acceso a las empresas más pequeñas a la financiación en los mercados de valores. La drástica reducción del crédito lo hace más urgente. Sin embargo, no está tan claro quién en esos mercados va a tomar el relevo de los bancos en esta financiación. La demanda de acciones emitidas por pequeñas compañías es el punto más débil en la estructura actual del mercado de valores español.

Los inversores perciben las compañías pequeñas como una opción más arriesgada que las grandes. En consecuencia, exigen un rendimiento mayor o lo que es lo mismo, ofrecen una valoración menor para compensar el riesgo extra. Adicionalmente, un tamaño pequeño y un porcentaje limitado del capital disponible para invertir implican una liquidez reducida. Ambos factores hacen difícil atraer inversión para empresas jóvenes, incluso con alto potencial de crecimiento. A partir de estas premisas se genera un círculo vicioso que profundiza en la dificultad de financiación de estas compañías en el mercado de valores. El número de inversores dispuestos a asumir riesgos mayores y dificultades de liquidez es demasiado pequeño: existe lo que en términos académicos se denomina un "fallo de mercado"⁽¹⁾.

Este no es un problema exclusivo de España. En los Estados Unidos las salidas a bolsa de empresas pequeñas (operaciones < 25 Mill) casi han desaparecido: se dividieron por diez a finales de los noventa y ya no se han vuelto a recuperar. Sólo parece haber

dinero para el sector de las TIC.

En Gran Bretaña y Francia la situación se ha complicado también desde 2008. El AIM (Alternative Investment Market) ha perdido casi un tercio de sus empresas y el francés Alternext ha sufrido una fuerte ralentización. A pesar de ello, ambos mercados cuentan con cierta masa crítica inversora, que se reparte entre inversores institucionales especializados e inversores particulares. ¿Cómo lo han conseguido? En el caso británico hay una mayor tradición inversora en este tipo de activo, pero la clave está en que ambos se han visto alentados con incentivos fiscales muy atractivos, que durante años han impulsado un flujo de dinero privado hacia estos valores pequeños.

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

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

El Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión

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

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

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

Un incentivo fiscal ha demostrado ser la fórmula más eficiente para atraer fondos

dispuestos a asumir un mayor riesgo en valores muy poco líquidos, pero esenciales para el crecimiento de la economía y la creación de empleo. Gran Bretaña y Francia llevan aplicándolos desde hace 17 y 7 años, respectivamente y la capacidad de sus Pymes de financiarse en mercados de valores es una realidad

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

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

Estímulos fiscales y atracción de la inversión

Un incentivo fiscal ha demostrado ser la fórmula más eficiente para atraer fondos dispuestos a asumir un mayor riesgo en valores muy poco líquidos, pero esenciales para el crecimiento de la economía y la creación de empleo. Gran Bretaña y Francia llevan aplicándolos desde hace 17 y 7 años, respectivamente y la capacidad de sus Pymes de financiarse en mercados de valores es una realidad⁽²⁾. Es imprescindible un incentivo fiscal muy atractivo para invertir en las empresas que coticen en el MAB.

Para inversores personas físicas se debería ofrecer la deducción en

la cuota íntegra del IRPF de cierto porcentaje de las inversiones estables aportadas a través de ampliaciones de capital u ofertas públicas de compañías del MAB. Preferentemente a través de fondos especializados en Pymes, que se creen con objeto de invertir en compañías MAB que capten capital vía ampliaciones u ofertas públicas. Además las plusvalías deberían poder diferirse, en caso de reinversión en este tipo de compañías.

Para las sociedades que inviertan en estos valores deberían extenderse los beneficios fiscales del capital riesgo en el tratamiento de dividendos y plusvalías en el Impuesto de Sociedades: exención del 99% cuando la desinversión se produzca transcurrido más de un año y deducción plena de la doble imposición en dividendos recibidos de estas empresas.

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

Más medidas

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

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

(2) Véase el trabajo de la CNMV "El acceso de las PYMES con potencial de crecimiento a los mercados de capitales" (Arce, López y Sanjuán, 2011).