

## SITUACIÓN ACTUAL DE LOS MERCADOS BURSÁTILES PARA PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN EUROPA

Carmen Pérez López, [cplopez@us.es](mailto:cplopez@us.es), Universidad de Sevilla

Antonio de la Torre Gallegos, [atorre@us.es](mailto:atorre@us.es), Universidad de Sevilla

María José Palacín Sánchez, [palacin@us.es](mailto:palacin@us.es), Universidad de Sevilla

Félix Jiménez Naharro, [fjimenez@us.es](mailto:fjimenez@us.es), Universidad de Sevilla

### RESUMEN

Esta ponencia estudia el papel que juegan los mercados alternativos bursátiles para proporcionar financiación a las pequeñas y medianas empresas (PYMES). Para ello analizamos los tres mercados que nos son más afines: el mercado alternativo español, MAB (por razones obvias), y los mercados inglés y francés, AIM y Alternext respectivamente, porque aparte de tener importantes similitudes con nuestro mercado, tanto de funcionamiento como geográficas, llevan unos años funcionando.

Los mercados alternativos bursátiles son mercados de valores dedicados a empresas de reducida capitalización que presentan las siguientes características: a) una regulación sencilla y operativa especialmente diseñada para tales mercados; b) tienen un sistema de negociación organizado; c) suelen estar promovidos y controlados por organismos con experiencia (en España está promovido por BME y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.); d) orientados a inversores institucionales y particulares; y e) con un régimen de información y contratación y unos costes adaptados a las singularidades de este tipo de empresas.

El estudio de dichos mercados desde una óptica teórica y empírica muestra como estos mercados son una fuente de financiación para numerosas PYMES que desean crecer y acometer nuevos proyectos de inversión. En concreto, han sido 2.489 empresas del Reino Unido y 491 empresas extranjeras (procedentes de más de 25 países) las que han formado parte del mercado AIM inglés desde su nacimiento, en junio de 1995, consiguiendo capital en las emisiones realizadas por más de 55.000 millones de libras esterlinas. De igual forma, a mediados de abril de 2008, 122 compañías formaban parte del mercado Alternext, incluidas 8 compañías de fuera de la zona Euronext (Francia, Bélgica y Holanda), entre las que se incluye la española Antevenio.

El capital que han conseguido dichas empresas ha sido superior a los 1.000 millones de euros. Si hacemos una media entre los dos mercados europeos que hemos analizado, el capital conseguido de media por cada empresa que forma parte de los mismos es superior a los 10 millones de euros. Estos datos nos darían idea del potencial de estos mercados a la hora de proporcionar financiación y facilitar la realización de nuevos proyectos de expansión.

Finalmente, el perfil de las empresas que han recurrido a estos mercados es muy variado, tanto desde el punto de vista sectorial, de ciclo de vida como del país de procedencia. Este hecho también nos hace pensar que algunas empresas extranjeras, sobretodo latinoamericanas, podrían cotizar en el MAB, como ocurre en el primer mercado bursátil con el segmento Latibex.

## **PALABRAS CLAVE**

Mercados bursátiles para pequeñas y medianas empresas; fuentes de financiación.

## **ACTUAL SITUATION OF STOCK MARKETS FOR SMALL AND MEDIUM-SIZED BUSINESS IN EUROPE**

### **ABSTRACT**

This paper focuses on the role played by the alternative stock markets to provide financing for small and medium-sized business. To this end, we analyze the three most closest markets: the Spanish alternative market (MAB), for obvious reasons, and the English and French markets, AIM and Alternext, respectively, since apart from having both important functional and geographical similarities with our market, they have been working for several years. A theoretical and empirical study of such markets will give us an idea of the degree of development of these markets and their future.

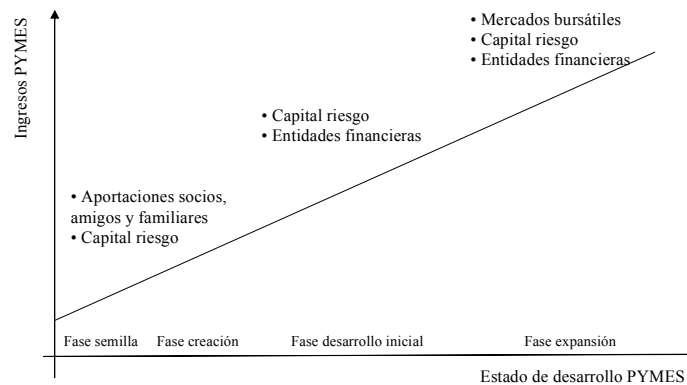
### **KEY WORDS**

Small-medium business equity markets; financing sources.

## **1. INTRODUCCIÓN**

Uno de los problemas tradicionales que presentan las pequeñas y medianas empresas (PYMES) para desarrollarse de manera óptima es la dificultad de acceso a la financiación. De hecho, en una encuesta reciente se ha obtenido que un 14% de las PYMES europeas (pertenecientes a los quince primeros países miembros de la Unión Europea) consideran que el principal aspecto para asegurar el desarrollo de su empresa es tener un acceso adecuado a la financiación. Por ello, mejorar el acceso a la financiación de las PYMES sigue siendo crucial para impulsar el espíritu emprendedor, la competitividad, la innovación y el crecimiento de la mayoría de las economías, puesto que en muchos de los países las PYMES ocupan un papel preponderante, como es el caso de España.

Las alternativas de financiación externa para las PYMES, una vez agotadas las aportaciones de los socios, son básicamente tres: 1) las entidades financieras; 2) las entidades de capital riesgo; y 3) los mercados bursátiles. La financiación bancaria sigue siendo la más utilizada por las PYMES para cubrir sus necesidades financieras, aunque resulta claramente insuficiente y muy cara cuando las empresas quieren iniciar la actividad, emprender ambiciosos proyectos de expansión o se encuentran en sectores con un alto nivel de innovación. En estas situaciones pueden ser buenas alternativas recurrir al capital riesgo para que aporten recursos en los fondos de las empresas, o acudir directamente a los mercados bursátiles para obtener financiación. En la figura 1 podemos apreciar los distintos recursos financieros a los que tienen acceso las PYMES a lo largo de las diversas fases de su ciclo de vida.



**Figura 1.-Fases de desarrollo de la PYME y origen de los recursos**

Fuente: Elaboración propia

La opción de recurrir a los mercados bursátiles resulta especialmente novedosa para las PYMES, siendo esta fórmula de financiación la que vamos a estudiar a lo largo de este trabajo. Los mercados bursátiles son un instrumento básico para que las PYMES que más crecen e innovan, fundamentales para el crecimiento económico de un país, puedan cubrir sus necesidades particulares de financiación. No obstante, el primer mercado de la Bolsa de Valores no resulta adecuado para las PYMES debido a la dificultad que tienen la mayoría de ellas para cumplir la gran cantidad de requisitos y exigencias necesarios para cotizar en él. Además, sufren la competencia directa de los valores de las empresas grandes, que resultan mucho más atractivos para los inversores bursátiles tradicionales. En los últimos tiempos se aprecian cambios en los mercados de valores internacionales y españoles, en el sentido de que se van generando fórmulas para facilitar la financiación directa de las PYMES a través de las bolsas.

En España, se ha creado recientemente el Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión, un segmento del mercado especialmente enfocado a PYMES. Este mercado se alinea con la presencia de otros mercados alternativos existentes en otros países de la Unión Europea, como el AIM en Londres, desde 1995, y Alternext en París, desde 2005. Para que estos mercados funcionen deberán superar las tradicionales reticencias de las PYMES españolas a cotizar en bolsa.

El estudio de estos mercados va a ser el objetivo de este trabajo, y no sólo desde una óptica teórica sino también empírica, para llegar a establecer la importancia potencial de los mismos para las empresas. Para ello, en primer lugar definiremos estos mercados y analizaremos sus características. Seguidamente, se analizan el MAB español y dos de los principales mercados existentes en Europa, AIM y Alternext, así como la información financiera y bursátil más relevante sobre su evolución. Finalmente, se establecen unas conclusiones sobre la utilidad y viabilidad de estos mercados.

## **2. LOS MERCADOS ALTERNATIVOS BURSÁTILES: DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS**

Los mercados alternativos bursátiles son mercados de valores dedicados a empresas de reducida capitalización que presentan las siguientes características: a) una regulación sencilla y operativa especialmente diseñada para tales mercados; b) tienen un sistema de negociación organizado; c) suelen estar promovidos y controlados por organismos con experiencia (en España está promovido por BME y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.); d) orientados a inversores institucionales y particulares; y e) con un régimen de información y contratación y unos costes adaptados a las singularidades de este tipo de empresas.

Las ventajas de estos mercados son sobre todos para las empresas usuarias pero también otros agentes como los inversores, las sociedades de capital riesgo y la economía en general se pueden ver beneficiadas. Entre las ventajas para las empresas podemos destacar en primer lugar las bondades del mercado para proporcionar notoriedad, prestigio e imagen de marca de las empresas que en él cotizan. La cotización en un mercado de valores da prestigio a la empresa, reflejando su solvencia, su transparencia, su proyecto de futuro y la existencia de oportunidades de inversión. Este prestigio es reconocido no sólo por los inversores sino por clientes, proveedores o interlocutores financieros de la compañía. Estos mercados son un medio eficaz para que la empresa aumente su visibilidad frente a clientes e interlocutores financieros y por tanto, aumente la publicidad

de la marca. Todo ello puede ayudar a diferenciar la compañía de sus competidores y, por lo tanto, vender más y obtener mejores resultados.

Una segunda ventaja deriva de las posibilidades de financiación que se le abren a las empresas que cotizan en tales mercados. Éstas podrán obtener, en el momento más adecuado, recursos a través de ampliaciones de capital en condiciones muy favorables. Esta financiación a través de recursos propios complementará la obtenida vía entidades financieras y permitirá mantener una ratio de endeudamiento adecuado y tener controlado el riesgo financiero cuando las empresas emprendan planes de expansión.

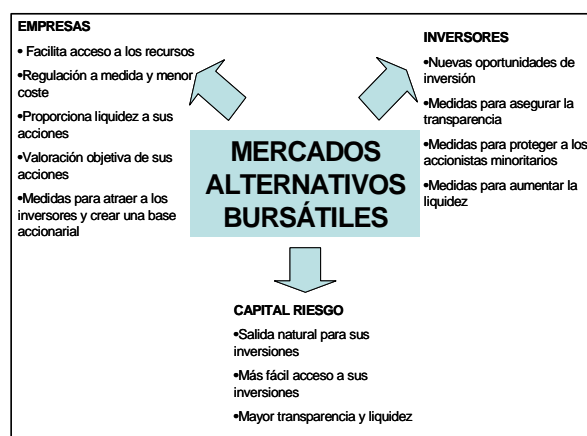
Una tercera ventaja deriva de las mayores opciones que las empresas que coticen en tales mercados tienen para diseñar sus estrategias. Por un lado, si deciden comprar otras empresas pueden utilizar sus propias acciones como medio de pago en tales procesos de reestructuración empresarial. Por otro lado, les será más fácil formalizar algún pacto empresarial a través del intercambio de acciones entre las empresas afectadas.

Una cuarta ventaja, clásica de cotizar en los mercados de valores, deriva de tener una valoración objetiva de la empresa. A diferencia de una empresa no cotizada, las acciones de una compañía que se negocian en un mercado cuentan con un valor más objetivo, que es el valor de mercado de la empresa. Sus acciones se convierten en un instrumento de pago de elevada liquidez susceptible de ser utilizado en una operación financiera, como hemos comentado. Adicionalmente, esta valoración facilita otros tipos de transmisiones como sucesiones, salida de socios de referencia, etc.

Una quinta ventaja deriva del aumento de la transparencia de las empresas que operan en los mercados alternativos. Tradicionalmente, las PYMES presentan mayores problemas de información asimétrica entre los gerentes y los inversores externos que las empresas grandes. La calidad y la fiabilidad de la información que transmiten a los inversores externos suele estar en entredicho, lo que origina reticencias por parte de estos últimos a la hora de aportar dinero en estas sociedades, tanto en forma de capitales propios como ajenos. Sin embargo, cuando cotizan en el mercado, la calidad y la periodicidad de la información que transmiten aumenta, lo que hace que sean empresas más transparentes y, por tanto, más susceptibles de captar los recursos de los inversores, especialmente los institucionales. En estas circunstancias la obtención de recursos a través de ampliaciones de capital se convierte en una alternativa perfectamente viable y a unos riesgos y costes razonables. También la obtención de financiación ajena se ve favorecida por esta mayor transparencia, de manera que en ocasiones será posible disminuir el coste del crédito y/o aumentar el volumen de fondos prestados.

Una sexta ventaja deriva de los posibles incentivos que permite introducir en la remuneración de los trabajadores. Las empresas presentes en los mercados alternativos pueden recompensar y motivar a sus trabajadores a través de la introducción de sistemas de incentivos basados en el valor de las acciones. Es decir, las empresas tienen la posibilidad de introducir un sistema variable de remuneración basado en las acciones: planes de entrega de acciones según rendimiento, stock options (opciones sobre acciones), etc. Además, el hecho de cotizar puede contribuir a atraer y retener personal más cualificado y preparado

La existencia de un mercado alternativo no sólo beneficia a los emisores sino también a los inversores, a las entidades de capital riesgo, y obviamente, a la economía en general (figura 2). Por lo que se refiere a los inversores estos mercados les permiten ampliar la gama de productos en los que pueden invertir, y por tanto, diversificar más adecuadamente su cartera de valores. Gracias a los mismos pueden invertir en el segmento de empresas de tamaño mediano y pequeño en unas condiciones de rentabilidad, liquidez y seguridad adecuadas. Las entidades de capital riesgo también pueden beneficiarse de la existencia de los mercados alternativos bursátiles. Estos mercados pueden proporcionar la salida natural a los inversores del capital riesgo que participen en empresas presentes en tales plazas y a un precio adecuado, por lo que el capital riesgo tendría más fácil rentabilizar sus inversiones. Además, estos mercados aumentan las oportunidades de inversión de las entidades de capital riesgo, en unas condiciones de seguridad y liquidez aceptables.



**Figura 2- Los mercados alternativos bursátiles: una comunidad de intereses**

Por último, estos mercados alternativos proporcionan a la economía en general los mismos beneficios que cualquier mercado bursátil. En este sentido existe un cierto consenso sobre los efectos positivos que tiene la existencia de un mercado de valores específico para las PYMES sobre el crecimiento económico del país. A largo plazo parece existir una relación positiva entre el grado de desarrollo de los mercados de valores y el crecimiento económico, de manera que el mayor desarrollo que alcancen tales mercados repercutirá positivamente en el tejido empresarial y en sus posibilidades de expansión.

### 3. CARACTERÍSTICAS DE LOS PRINCIPALES MERCADOS ALTERNATIVOS EN EUROPA

En Europa existen mercados de valores destinados a empresas pequeñas y medianas, también conocidos como mercados alternativos, paralelos o segundos mercados, en numerosos países, aunque las características de cada uno difieren ya que por lo general son mercados autorregulados. En la tabla 1 se muestran los mercados para pequeñas y medianas empresas que forman parte de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (“International Federation of Stock Exchanges”) a nivel europeo. En dicha tabla aparecen el número total de empresas que cotizan para el año 2006 y 2007 y su capitalización en millones de dólares para el año 2007, lo que nos da una idea del elevado grado de implantación de los mismos. En la mayoría de estos mercados se ha producido un incremento muy elevado respecto al año anterior, destacando por este aspecto el gran aumento de Alternext, superior al 50%.

Mercados Bursátiles para pequeñas y Medianas Empresas. Año 2007					
BOLSA (País)	Nombre del Mercado	NUMERO DE EMPRESAS			CAPITALIZACIÓN
		Total 2007	Total 2006	% Variación 2007/2006	Año 207 millones \$
<b>Europa</b>					
Athens Exchange (Grecia)	<i>Atex Medium &amp; Small Capitalization C</i>	159	174	-8,62%	21.644
Borsa Italiana (Italia)	<i>Mercato Expandi</i>	35	26	34,62%	15.704
Deutsche Börse (Alemania)	<i>Entry Standard</i>	112	76	47,37%	
Euronext (Francia, Belgica, Holanda)	<i>Alternext</i>	119	75	58,67%	8.389
Irish SE (Irlanda)	<i>Irish Enterprise Exchange</i>	30	23	30,43%	4.507
London SE (Reuno Unido)	<i>AIM</i>	1.694	1.634	3,67%	194.190
NASDAQ OMX (Países Nórdicos)	<i>First North</i>	126	81	55,56%	5.122
Warsaw SE (Polonia)	<i>SiTech</i>	24	45	-46,67%	482
Wiener Börse (Austria)	<i>Semi-official market and Third Market</i>	34	32	6,25%	2.341

**Tabla 1.- Mercados para pequeñas y medianas empresas a nivel mundial**

Fuente: Word Federation of Exchanges

De todos estos mercados, los que comparten más similitudes con el MAB, tanto de funcionamiento como geográficas, son el inglés, AIM, y el francés, Alternext. De hecho, en muchos aspectos el MAB español se ha creado a imagen y semejanza de dichos mercados. Seguidamente analizaremos las características y requisitos que exigen en estos mercados a las empresas que desean formar parte de los mismos.

#### 3.1. Mercado alternativo bursátil español, MAB.

MAB (Mercado Alternativo Bursátil) es el mercado internacional para empresas de reducida capitalización que se encuentran en fase de expansión de cualquier país y cualquier sector industrial, perteneciente a Bolsas y Mercados Españoles, S.A., con sede en Madrid. La creación de este mercado se produjo en 2007 y aún se encuentra en fase de implementación. La normativa que regula este mercado viene recogida en una serie de circulares publicadas por el MAB a principios de este año 2008, bajo la supervisión del organismo público CNMV, esto es, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En dicha normativa se señala que podrán incorporarse al Mercado aquellas acciones emitidas por sociedades anónimas, tanto españolas como extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado, cuyas acciones, representadas por anotaciones en cuenta, no tengan limitaciones a la negociación y transmisibilidad.

Las entidades no tienen que modificar su estructura contable, pudiendo optar entre las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o el estándar contable nacional, para empresas europeas; y si la sociedad está constituida en un país no miembro, entre las NIIF o US GAAP.

Por otra parte, las sociedades deberán estar ya comercializando productos o servicios o haber ya desarrollado actuaciones relevantes preparatorias. No se exige una antigüedad a las entidades pero si no cuentan con dos ejercicios completos deberán presentar unas previsiones o estimaciones sobre el futuro.

En cuanto a las acciones susceptibles de incorporación, podrán ser incorporadas acciones que hayan sido previamente objeto de una oferta de venta o de suscripción, pública o no (mínimo de dos millones de euros), así como acciones que no lo hayan sido (las acciones de las que sean titulares accionistas con porcentajes inferiores al 5% del capital social deberán representar en conjunto un valor estimado no inferior a dos millones de euros).

También la normativa contempla una serie de requisitos aplicables a los accionistas de referencia, e incluso alguno aplicable a los directivos, con el objetivo fundamental de proteger a los nuevos accionistas que irán entrando en la compañía.

Por otra parte, también se regula toda la información que tienen que presentar las empresas en el momento de la entrada y durante todo el tiempo que permanezcan cotizando, tanto la de carácter periódico como cualquier otra relevante y de interés para los inversores. Toda esta información comunicada al Mercado será trasladada a la CNMV y publicada en la página Web del MAB así como en la página Web de la entidad emisora.

La entidad emisora deberá designar un Asesor Registrado de entre los que figuren en el registro especial establecido al efecto por el Mercado. Las funciones fundamentales que deben desarrollar son dos; valorar la idoneidad de las empresas interesadas y asesorarles en el cumplimiento de las obligaciones que les corresponden y en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida para actuar en el citado segmento.

La condición de Asesor Registrado puede obtenerla cualquier persona jurídica que tenga experiencia en el asesoramiento a compañías en relación con su actuación en el mercado de valores. Las otras condiciones que se le exige para desarrollar esta función son contar con personal cualificado (mínimo de dos empleados cualificados), independencia respecto de la empresa y separación de actuaciones.

Por último, la entidad emisora o algunos de sus accionistas de referencia tendrán que suscribir con un intermediario financiero (empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito) autorizado, como Proveedor de Liquidez, un contrato de liquidez. Este contrato debe prohibir expresamente que el Proveedor de Liquidez solicite o reciba de la sociedad cualesquiera instrucciones sobre el momento, precio o demás condiciones de las operaciones que ejecute en virtud del contrato. Tampoco podrá solicitar ni recibir información relevante de la sociedad. Asimismo deberá disponer de una estructura organizativa interna que garantice la independencia de su actuación y el sistema de remuneración que se fije no debe alentar a influir artificialmente sobre el precio o volumen de las transacciones.

### **3.2. Mercado AIM**

AIM (Alternative Investment Market) es el Mercado internacional para pequeñas y medianas empresas en crecimiento de cualquier país y cualquier sector industrial, perteneciente al London Stock Exchange (Bolsa de Londres), con sede en Londres. La creación de este mercado se remonta a 1995. Este mercado está autorregulado por un conjunto de normas establecidas por el equipo de regulación del AIM y que afectan a las compañías que forman parte del mercado (“AIM rules for Companies”), a los asesores registrados (“AIM rules for Nominated Advisers”) y a los procedimientos disciplinarios y apelaciones (“AIM Disciplinary Procedures and Appeals Handbook”). La supervisión del mismo corresponde a la Bolsa de Londres. Los agentes que forman parte de este mercado tres. En primer lugar los asesores registrados, denominados “nomad, nominated advisers”, cuya función es asesorar a la empresa tanto en el proceso de admisión como una vez que entre a cotizar en el mercado. En segundo lugar los “brokers”, miembros de la Bolsa de Londres cuya misión es facilitar la liquidez de los valores y que a su vez también pueden actuar como asesores registrados. Por último, también existe la figura de especialista de mercado (“market specialist”), entre los que se incluyen abogados, contables y relaciones públicas, entre otros, que apoyan y asesoran a las empresas que cotizan en este mercado para facilitar el éxito de sus negocios.

Las empresas tienen dos formas de emitir sus acciones para acceder a este mercado, bien mediante oferta pública de títulos o bien sin oferta pública mediante colocación privada dirigida a instituciones. Con relación a los gastos iniciales que conlleva cotizar en este mercado, siguiendo un estudio publicado por Deutsche Borse, realizado por el profesor Schiereck<sup>1</sup>, el coste total medio de la Oferta Pública de Acciones supone un 17% del total de la emisión. Dicho coste incluye tanto las comisiones directas que cobra el banco de inversión que prepara la colocación, como las comisiones indirectas que cobran abogados, auditores y otros costes varios. No obstante, dicho coste se puede reducir hasta el 8% para emisiones superiores a los 10 millones de libras (12,8 M €). Además de los mencionados con anterioridad también hay que considerar el coste pagado por la admisión al mercado, que varía según la capitalización bursátil que tenga la compañía el día que empiece a cotizar, oscilando desde 5.800 libras (≈7.500 €) para una capitalización inferior a 5 millones de libras, a 50.000 libras (≈65.000 €) para empresas con una capitalización bursátil de 250 millones de libras. Por último, hay que mencionar el coste de mantenimiento, ya que en los sucesivos años hay que pagar una comisión anual de 4.750 libras (≈6.130 €) para permanecer en el mercado.

Por otro lado, y como medida para potenciar el crecimiento de este mercado, podemos destacar la existencia de varias exenciones fiscales. Las primeras son las disponibles para inversores (tanto individuales como institucionales) en empresas del AIM. Para los inversores individuales están exenciones fiscales relacionadas con la fiscalidad favorable para las plusvalías procedentes de inversiones en sociedades que no cotizan en mercados organizados, ya que a efectos fiscales se consideran como empresas no cotizadas, y exenciones en el impuesto de sucesiones. Para los inversores institucionales las exenciones se rigen según el régimen existente para el capital riesgo. El segundo tipo de exenciones fiscales están destinadas a las empresas que coticen en este mercado, consistentes en la reducción de la cuota impositiva en el año en el que realizan la emisión.

Según la normativa vigente puede ser asesor registrado en este mercado (“nominated advisers”) una sociedad financiera con dos años de experiencia en operaciones corporativas, que cuente entre sus empleados con cuatro o más ejecutivos cualificados y que haya sido asesor en tres operaciones relevantes. Una vez que cumplan con todos estos requisitos debe ser aprobada su entrada por el London Stock Exchange y pasan a formar parte en un registro al efecto. Entre las principales responsabilidades que tienen los asesores registrados está la de actuar de intermediario entre la bolsa y la empresa emisora, certificar la idoneidad del emisor para entrar en el mercado y, tras la admisión, comprobar que el emisor cumple las normas vigentes y verificar los documentos que se entregan. Los requisitos que debe cumplir el emisor para entrar en el mercado se recogen en las normas publicadas por el AIM (“AIM rules for companies”). En primer lugar, hay que comentar que no se exige capital mínimo ni capital flotante (“free float”) mínimo a las empresas que deseen formar parte de este mercado. Tampoco existen restricciones a la transmisibilidad de las acciones de la empresa ni sobre la limitación a la participación de accionistas nacionales o extranjeros. No se exige ningún número mínimo de accionistas.

Si bien no se requiere una antigüedad mínima a la empresa que desea formar parte de este mercado, en la realidad son necesarios al menos dos años para poder cotizar, ya que es el tiempo mínimo que conlleva realizar todos los procesos previos a la salida a bolsa. Los títulos deben ser transferibles, negociables, de la misma clase y estar entregados y registrados electrónicamente.

Por último, como ya hemos comentado anteriormente, la empresa debe tener un asesor registrado, un broker, un auditor y un abogado externo. También es recomendable una agencia de relaciones públicas para tratar con los inversores y la prensa. Además, debe tener una persona de contacto y contar con una dirección Web para publicar de forma digital documentos y sus cuentas según las normas internacionales “NIIF”, o bien otras que también estén autorizadas por el AIM.

### 3.3 Mercado Alternext

Alternext es el mercado para pequeñas y medianas empresas creado por Euronext en mayo de 2005. Euronext surgió de la fusión de las bolsas de París, Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y Oporto y del LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) y actualmente es una filial de NYSE Euronext (grupo formado tras la fusión de estos dos mercados). Los agentes que forman parte de este mercado son los asesores registrados, denominados “listing sponsor”, cuya función es asesorar a la empresa, y los “brokers”, miembros de Euronext cuya misión es la colocación de la oferta pública y facilitar la liquidez de los valores.

Este mercado está autorregulado por un conjunto de normas establecidas por Euronext (“Euronext rules and the cash market trading manual book”), la AMF (Autoridades del Mercado Financiero Francés) y las derivadas por

---

<sup>1</sup> “Going Public and Being Public – A Global Comparison of the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital”, estudio publicado por Deutsche-boerse

transposición de directivas comunitarias en materia de mercados financieros. No obstante, Alternext no es un mercado regulado tal como se define en la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID) de 21 de abril de 2004 para los primeros mercados, aunque sí está supervisado por Euronext. Al igual que en el AIM, existen varias exenciones fiscales a disposición de los inversores en empresas de Alternext, como la exención en el impuesto de sucesiones.

Las empresas tienen varias formas de acceder a este mercado. La primera es mediante oferta pública de venta de títulos (OPV), de al menos 2,5 millones de euros, debiendo disponer de un folleto de suscripción aprobado por el organismo regulador correspondiente. Esta oferta puede ser mixta, dirigida tanto a instituciones como a particulares. Una segunda opción es mediante colocación privada. En este caso, las empresas deben demostrar un aumento de capital de al menos 5 millones de euros, entre cinco o más inversores, durante los dos años anteriores a la solicitud de cotización. Por último, está la admisión directa para sociedades que cotizan en otros mercados.

Con relación a los gastos para empezar a cotizar, siguiendo con el estudio publicado por Deutsche Borse, el coste total medio de la oferta pública de acciones supone en este mercado un 8,6 % del total de la emisión, inferior al del AIM. Dicho coste incluye tanto las comisiones directas, que cobra el banco de inversión que prepara la colocación, como las comisiones indirectas que cobran abogados, auditores y otros costes varios. En cuanto al coste pagado por la admisión al mercado, éste varía según la capitalización bursátil que tenga la compañía el día en el que empiece a cotizar, oscilando desde 7.500 euros para una capitalización inferior a 10 millones de euros, a 61.500 euros para empresas con una capitalización bursátil de 100 millones de euros. A partir de esta cantidad el porcentaje aplicado es del 0,04% hasta los 500 millones. Además en los años posteriores hay que pagar una comisión anual que varía en función del número de acciones, comenzando a partir de 3.300 euros. Recordemos que en el caso del AIM esta comisión era fija.

Puede ser asesor registrado en este mercado (“listing sponsor”) una sociedad financiera con dos años de experiencia en Finanzas Corporativas, que cuente entre sus empleados con 2 o más ejecutivos cualificados. Una vez que cumplan con todos estos requisitos debe ser aprobada su entrada por Euronext, pasando a formar parte del registro existente. Entre las principales responsabilidades que tienen los asesores registrados está la de actuar de intermediario entre la bolsa y la empresa emisoras, la de certificar la idoneidad del emisor para entrar en el mercado y, tras la admisión, comprobar que el emisor cumple las normas y verificar los documentos que se deben presentar a la bolsa. Los requisitos que debe cumplir el emisor para entrar en el mercado se recogen en las normas publicadas por Euronext. Se exige un capital mínimo de 2,5 millones de euros en la oferta pública, o de 5 millones si se accede mediante oferta privada. También se exige como mínimo la existencia de cinco accionistas que no estén relacionados societariamente. Además, se exige una antigüedad mínima a la empresa que desea formar parte del mercado de dos años. Los títulos deben ser transferibles, negociables y que se liquiden en el LCH Clearnet. Para permanecer en el mercado la empresa debe tener un asesor registrado, un broker, un auditor y un abogado externo. También debe tener una dirección Web para publicar documentos y sus cuentas según el plan contable francés o las normas internacionales. Al objeto de garantizar al máximo la información a los inversores durante todo el periodo de cotización las cuentas serán auditadas anualmente y cada semestre se harán públicos los balances. De igual forma todas las empresas cotizadas están obligadas a proporcionar información sobre datos relevantes que afecten a la cotización y las transacciones de los directivos deben ser comunicadas. También existen procedimientos para que en caso de toma de control mayoritaria, los accionistas minoritarios tengan opción a vender sus títulos.

Existen dos tipos de cotización, con la finalidad de garantizar la liquidez de los títulos. Los valores más líquidos, los que superan las 2.500 transacciones por año, cotizan en el mercado continuo entre las 9:00 y las 17:30h. El resto de títulos cotizan mediante un sistema de fixing, en el que durante un periodo de tiempo comprendido entre las 07:00 y las 15:30h se acumulan las órdenes de compra y venta y a partir de esa hora se fija un precio y se cierran las operaciones. También es posible realizar operaciones bilaterales con la asistencia de un intermediario financiero. Alternext dispone de su propio índice bursátil, Alternext All Share Index, que refleja las cotizaciones de los 57 valores de mayor liquidez y capitalización.

## **4. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS PRINCIPALES MERCADOS ALTERNATIVOS EN EUROPA**

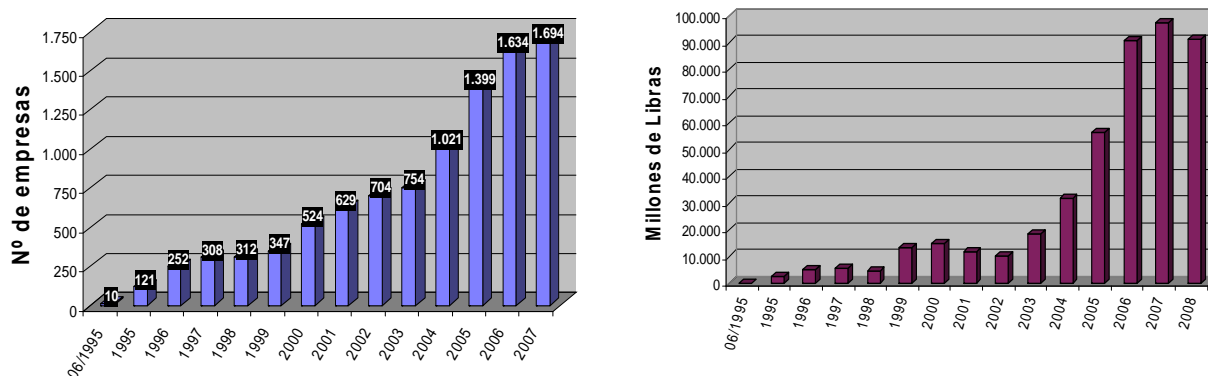
En este epígrafe analizaremos el grado de desarrollo alcanzado por los mercados AIM y Alternext a lo largo de los años que llevan funcionando, lo que nos puede dar idea de la futura evolución del mercado MAB que se acaba de crear en España.

### **4.1 Información financiera y bursátil sobre el mercado AIM**



Desde la puesta en marcha de este mercado, en junio de 1995, hasta marzo de 2008, 2.489 empresas del Reino Unido y 491 empresas extranjeras (procedentes de más de 25 países), han formado parte del mismo, consiguiendo capital en las emisiones realizadas por más de 55.000 millones de libras esterlinas. A su vez, desde su creación, unas 1.000 compañías han abandonado AIM por diferentes motivos (incluido su pase al primer mercado). A finales de marzo de 2008 formaban parte del mismo 1.680 empresas.

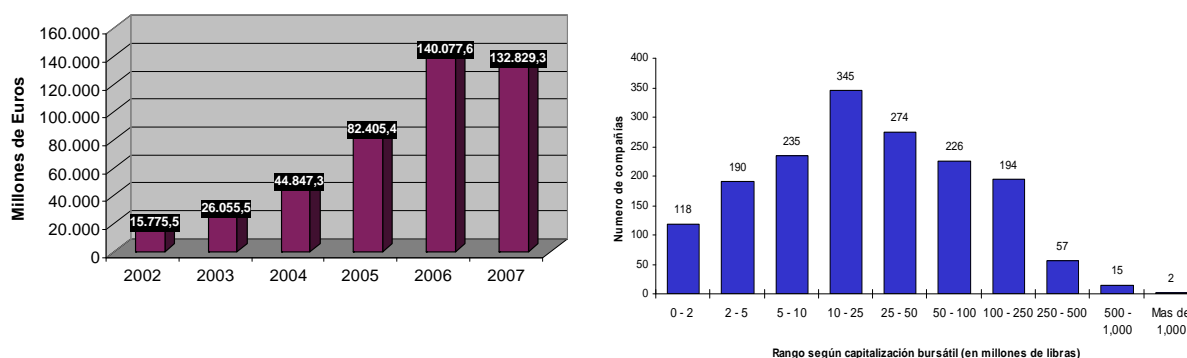
AIM nació en 1995 con sólo 10 empresas, que pasaron a ser 118 a finales de ese mismo año. Durante los primeros años el crecimiento fue lento (ver figura 3, derecha) aunque continuado, lo que da idea de la utilidad del mismo para las empresas de pequeño tamaño que desean crecer, si bien es necesario un tiempo para que vayan apreciando las ventajas de cotizar en este mercado y confíen en él. En el año 2000 se produjo un gran incremento, que se correspondía con el auge de los mercados bursátiles, al igual que en el 2004 y 2005. Durante los años 2006 y 2007 el crecimiento ha sido moderado, mientras que en lo que va de 2008 es negativo, influenciado por la actual situación económica. La capitalización bursátil de las empresas que forman de AIM también ha crecido de forma anual (ver figura 3, izquierda), excepto en los años 2001, 2002 y 2008, alcanzando a junio de 2008 los 91.326,75 millones de libras. Dichas cifras evidencian la importancia cada vez mayor de estos mercados.



**Figura 3.- Evolución del número total de empresas que cotizan en el mercado AIM y su capitalización**

Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange y Word Federation of Exchanges

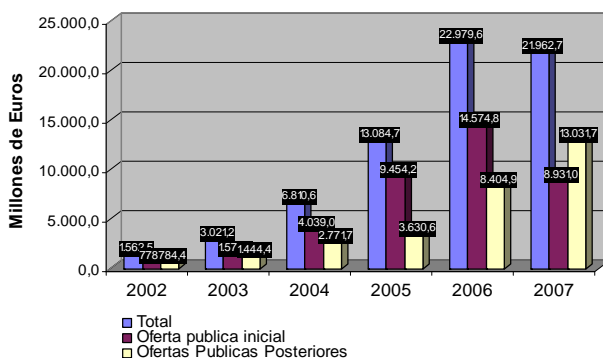
En la figura 4, en la parte derecha, se puede ver la evolución de la capitalización alcanzada desde 2002, en euros. El descenso sufrido el último año se debe al tipo de cambio libra/euro, ya que la cifra en libras si creció. De las 1694 empresas que formaban parte de este mercado en 2007, 345 tienen una capitalización bursátil entre 10 y 25 millones de libras (13,6 y 34 millones de euros), 274 entre 25 y 50 millones de libras y 235 entre 5 y 10 millones, lo que indica que son empresas de tamaño medio las que formas parte del mismo. La distribución resultante se puede ver en la figura 4, parte izquierda.



**Figura 4.- Capitalización bursátil y rango según capitalización de las empresas de mercado AIM**

Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange y Word Federation of Exchanges

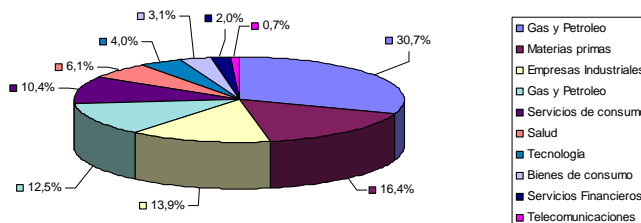
El capital que han conseguido estas empresas con la emisión de las acciones a través de la oferta pública inicial realizada para formar parte del mismo, o bien en posteriores emisiones una vez que ya formaban parte de este mercado, se ha incrementado de forma creciente en pocos años, pasando de 1.500 millones de euros en 2002 a cerca de 22.000 millones en 2007 (ver figura 5). Si bien de 2003 a 2006 el capital provenía mayoritariamente de ofertas públicas iniciales, en 2002 y 2007 fue de ampliaciones de capital de empresas que ya cotizaban en el mercado. Gran parte de dicho incremento se debe a empresas de fuera del Reino Unido. Con relación a la procedencia de los inversores, aproximadamente el 50% son institucionales, mientras que la otra mitad son inversores minoristas.



**Figura 5.- Capital conseguido por parte de las empresas del mercado AIM**

Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange y Word Federation of Exchanges

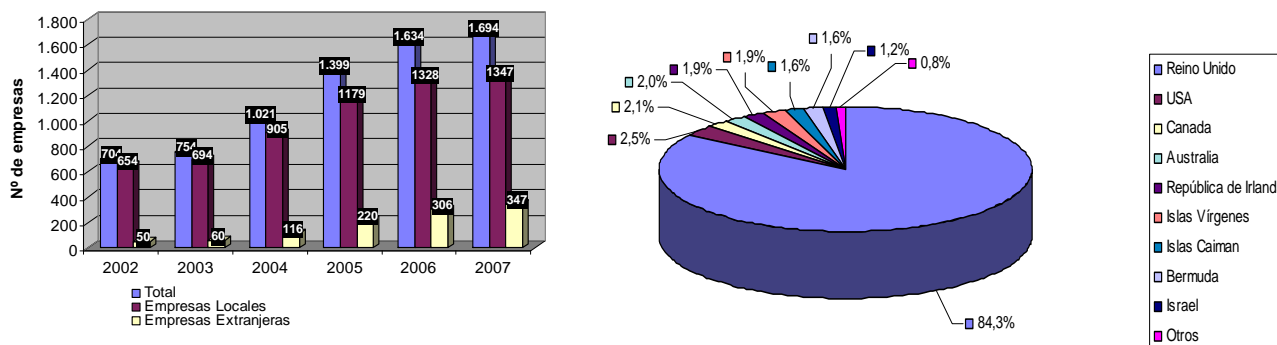
Dentro del AIM se pueden encontrar empresas en distintos momentos de su ciclo de vida, desde empresas en su etapa inicial o creadas a partir de capital riesgo, así como empresas ya establecidas pero que desean expandirse. Los sectores a los que pertenecen también son variados, siendo los más importantes a finales de 2007 por capitalización, el sector de servicios financieros (principalmente inmobiliarias y empresas de inversión), seguidas de empresas de materias primas (principalmente empresas de minería) y el de empresas industriales (principalmente servicios de apoyo y componentes industriales y electrónicos). En la figura 6 se observa la distribución entre todos los sectores a finales de 2007.



**Figura 6.- Distribución por sectores en función de la capitalización, 2007**

Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange

Con relación a la procedencia de las empresas, la mayoría son del Reino Unido (véase figura 7, parte derecha), si bien cada año se incrementa el número de empresas de fuera del Reino Unido, lo que muestra la internacionalización creciente de este mercado. Este carácter se aprecia con más intensidad si se analiza la capitalización de las empresas, ya que a mediados de 2007 sólo el 48% de la capitalización total de este mercado se debía a empresas británicas. El resto estaba repartido de la siguiente forma: un 16% a empresas estadounidenses y de canadienses; un 18% al resto de Europa, fundamentalmente, Irlanda; un 10% de empresas asiáticas; un 4% de empresas australianas; y otro 4% de empresas africanas. A finales de 2007 las empresas del Reino Unido suponían el 84,3%, aunque también hay empresas de otros países como Estados Unidos, Canadá, Australia y algunos paraísos fiscales. Destaca el escaso porcentaje de empresas europeas, a excepción de las irlandesas (véase figura 7, parte izquierda).



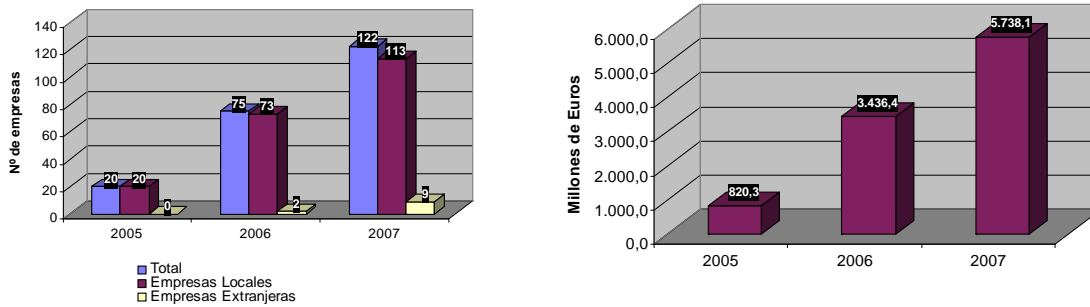
**Figura 7.- Procedencia y distribución por países de las empresas que cotizan en el mercado AIM**

Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange y World Federation of Exchanges

#### 4.2 Información financiera y bursátil sobre el mercado Alternext

A mediados de abril de 2008, 122 compañías formaban parte del mercado, incluidas 8 compañías de fuera de la zona Euronext (Francia, Bélgica y Holanda). La capitalización de dichas empresas alcanza los 5.300 millones de euros.

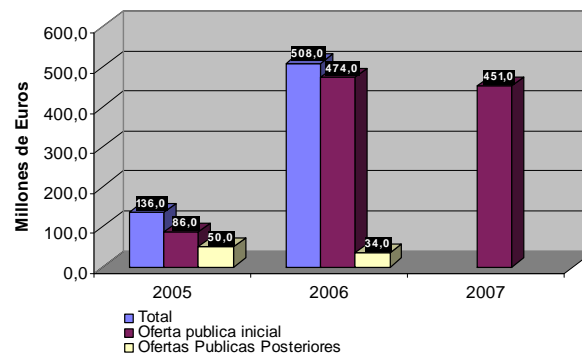
El número de empresas que forman parte de este mercado no ha cesado de crecer desde su creación, pasando de 20 empresas a finales de 2005 a 122 a finales de 2008 (ver figura 8, parte derecha), lo que supone un incremento anual medio del 147%. Dicha tasa de crecimiento da idea de la utilidad de este mercado para las empresas de pequeño tamaño que desean crecer, lo que auguraría un éxito de este mercado en España, si bien la situación económica actual hará que se ralentice su implantación. No obstante, lo que también se puede apreciar en este mercado es el escaso porcentaje de empresas fuera de la zona Euronext presentes en el mismo, tan sólo un 5%, si bien este mercado es el elegido por algunas empresas españolas para cotizar, como comentaremos con más detenimiento en el último epígrafe de este apartado. La capitalización bursátil de las empresas que forman parte de Alternext también ha crecido de forma anual, alcanzando a finales de 2007 los 5.300 millones de euros (ver figura 8, parte izquierda). Si tenemos en cuenta que a finales de 2007 cotizaban 122 empresas, la capitalización media ascendía a unos 48 millones de euros por empresa. De hecho, según datos de Alternext, aproximadamente el 32% de las compañías que cotizan en este mercado tienen una capitalización entre 10 y 20 millones, un 28% entre 25 y 50 millones y un 24% entre 50 y 100 millones.



**Figura 8.- Número total de empresas que cotizan en el mercado Alternext y su capitalización**

Fuente: Estadísticas del NYSE Euronext y Word Federation of Exchanges

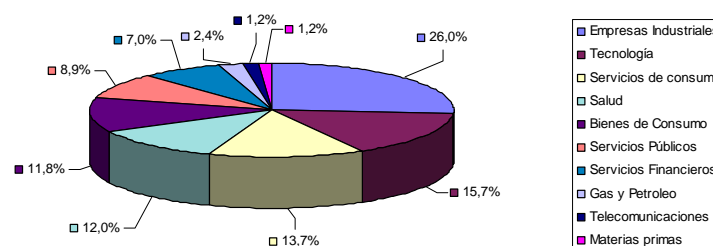
Con relación al capital que han conseguido las empresas que forman parte de Alternext, también se ha ido incrementado desde su creación, pasando de 136 millones de euros en 2005 a más de 508 millones en 2006. Para 2007 sólo disponemos de datos del capital conseguido mediante ofertas públicas iniciales, que es algo inferior al del año 2006. En la figura 9 se puede apreciar dicho incremento, separando el capital conseguido en la oferta pública inicial del conseguido en posteriores ofertas públicas. El pequeño porcentaje de capital conseguido en las ofertas públicas posteriores se debe a que son empresas que llevan poco tiempo cotizando en el mercado y, por consiguiente, hace poco tiempo que lanzaron la oferta pública inicial. La mayoría de las aportaciones proceden de inversores institucionales, aproximadamente el 80%, teniendo los inversores minoristas un papel residual. La procedencia de estos inversores es mayoritariamente europea (más del 50% procede de la zona Euronext (Francia, Bélgica y Holanda), aunque también hay inversores procedentes de Estados Unidos y Australia.



**Figura 9.- Capital conseguido por parte de las empresas del mercado Alternext**

Fuente: Estadísticas del NYSE Euronext y Word Federation of Exchanges

Dentro de Alternext cotizan empresas de todos los sectores, siendo a mediados de 2007 el sector industrial el más importante por capitalización, con un 26%, seguido de empresas de tecnología, con un 15%, y servicios de consumo, con un 13 %. (Ver figura 10).



**Figura 3.10.- Distribución por sectores en función de la capitalización en Alternext, 2007**

## 5. CONCLUSIONES

En nuestro trabajo hemos analizado la problemática de la PYME para el acceso a la financiación y como los mercados bursátiles para pequeñas y medianas empresas son una alternativa para obtener financiación y poder acometer procesos de expansión e internacionalización. Al analizar las normativas de los principales mercados existentes en Europa, como son el AIM inglés y el Alternext, las hemos encontrado muy similares a la del reciente mercado creado en España, MAB, tal y como era de esperar ya que los promotores no ocultan en ningún momento que han sido nuestros modelos de referencia. Este hecho originará la competencia entre estos mercados.

Por otra parte, los datos nos muestran como estos mercados son una fuente de financiación para numerosas PYMES que desean crecer y acometer nuevos proyectos de inversión. En concreto, han sido 2.489 empresas del Reino Unido y 491 empresas extranjeras (procedentes de más de 25 países) las que han formado parte del mercado AIM inglés desde su nacimiento, en junio de 1995, consiguiendo capital en las emisiones realizadas por mas de 55.000 millones de libras esterlinas. De igual forma, a mediados de abril de 2008, 122 compañías formaban parte del mercado Alternext, incluidas 8 compañías de fuera de la zona Euronext (Francia, Bélgica y Holanda), entre las que se incluye la española Antevenio. El capital que han conseguido dichas empresas ha sido superior a los 1.000 millones de euros. Si hacemos una media entre los dos mercados europeos que hemos analizado, el capital conseguido de media por cada empresa que forma parte de los mismos es superior a los 10 millones de euros. Estos datos nos darían idea del potencial de estos mercados a la hora de proporcionar financiación y facilitar la realización de nuevos proyectos de expansión.

Analizando el crecimiento de estos mercados europeos, afines al español, podemos anticipar el éxito que tendrá el MAB español; no obstante el momento bursátil actual no es el más propicio, por lo tendremos que esperar un tiempo para que este mercado alcance el crecimiento esperado.

Finalmente, el perfil de las empresas que han recurrido a estos mercados es muy variado. Desde el punto de vista sectorial, abarcan todas las actividades económicas. Si nos atenemos al ciclo de vida, también se pueden encontrar empresas en sus distintas fases, desde empresas en sus etapas iniciales o creadas a partir de capital riesgo hasta empresas ya establecidas pero que desean expandirse. Todo esto nos indica que cualquier empresa perteneciente a cualquier sector u en cualquier fase de su ciclo de vida que desee expandirse tendría cabida en el MAB. Con relación a la procedencia de las empresas que cotizan en estos mercados, la mayoría son del país de origen del mismo, aunque tenemos que señalar la creciente importancia de empresas de otros países: en el mercado AIM cotizan unas 500 empresas procedentes de más de 25 países de todo el mundo. Este hecho también nos hace pensar que algunas empresas extranjeras, sobretudo latinoamericanas, podrían cotizar en el MAB, como ocurre en el primer mercado bursátil con el segmento Latibex.

## BIBLIOGRAFÍA

- Bolsas y Mercados Españoles: [www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es) (MAB).Circulares y reglamento.
- Diario Cinco días. Madrid, 22-07-2008, y 08-02-2007.
- Euronext: [www.euronext.com](http://www.euronext.com) (Alternext).
- Fernández, M.; Cuello, G. y Soler, M. (2001): “PYME y bolsa”, Papeles de Economía Española, nº 89/90.
- London Stock Exchange: [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com) (AIM).
- Martín Marín, J.L. y Trujillo Ponce, A. (2004): Manual de Mercados Financieros, Madrid, Thomson.
- Martínez Cerezo, R. (2001): “El Segundo Mercado”, en Sánchez Fernández de Valderrama, J.L.(Dr.), Curso de Bolsa y mercados financieros, Ariel, Barcelona.
- Sacristán Navarro, M. (2001). “Análisis de los factores determinantes de la salida a bolsa de la empresa familiar: una aplicación a la PYME”, Papeles de Economía Española, nº 89/90, pp. 213-229.
- Sánchez Galán, J.R. (2008): “El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): el mercado de PYMES”, Estrategia financiera, nº 251, pp. 65-68.

- Schulman, M (1999): “Small and Medium Size Business Markets, an FIBV Working Comite Group Study”, Internacional Federtation of Stock Exchanges.
- Suplemento Mercados, El mundo. Madrid, 11-05-2008.

## **AGRADECIMIENTOS**

Este trabajo ha sido realizado dentro del marco de Proyecto de Investigación: “El Mercado Alternativo Bursátil: una oportunidad para Andalucía”, financiado por la CEA y la Junta de Andalucía.