

## ET-14. EL GRAN PROBLEMA DE LA PYME: SU FINANCIACIÓN. SOLUCIONES A TRAVÉS DEL CAPITAL RIESGO Y LOS SEGUNDOS MERCADOS BURSÁTILES.

M<sup>a</sup> Ángeles Gallego Águeda (maga@us.es)

Universidad de Sevilla

Departamento de Administración y Comercialización

E Investigación de Mercados (Marketing)

### RESUMEN:

Uno de los principales problemas con que se encuentran las Pymes a la hora de afrontar los procesos de inversión que les permitan crecer y sobrevivir, es el de la financiación. Este tipo de empresas sólo puede recurrir a fondos bancarios que, para ellas, son a corto plazo y elevado interés. En este artículo analizamos esta situación así como el capital riesgo y los segundos mercados bursátiles como solución posible y bastante efectiva en otros países. Analizaremos también la evolución de estos fenómenos en nuestro país.

**PALABRAS CLAVE:** Capital Riesgo, Segundos Mercados Bursátiles.

### 1. INTRODUCCIÓN: LA IMPORTANCIA DE LAS PYMES Y SUS PROBLEMAS DE FINANCIACIÓN

Es difícil cuantificar exactamente la importancia de las PYMES en una economía, pero sin duda su existencia es fundamental en la mayoría de los países desarrollados. En nuestro caso, las PYMES constituyen el segmento más importante dentro del tejido empresarial español en orden al número de empresas que engloban. Esta circunstancia tiene, obviamente, una fuerte implicación en otras magnitudes como el volumen de empleo generado en ellas, la contribución que aportan al PIB del país o a las exportaciones. Ello nos da idea de la envergadura del papel de este tipo de empresas en la actividad económica de España y, por lo tanto, de la trascendencia de sus actuaciones inversoras y financieras.

Es evidente que el problema principal de las PYMES es la financiación de sus actividades básicas. En nuestro país, son cinco las posibles fuentes de financiación a las que tienen acceso las PYMES (Ortega, 1998; Alcalá, 1995; Casilda, 1992; Planasdemunt, 1987; Martín, 1995; Berges y Soria, 1999): sistema crediticio (préstamos, créditos y descuento comercial), mercados monetarios, segundo mercado de valores, sector exterior y capital riesgo.

En la PYME española predomina el recurso de los fondos ajenos – básicamente bancarios y a corto plazo – sobre los propios. Sucede, además, que esta financiación crediticia a la que con tanta frecuencia acceden, es obtenida en condiciones discriminatorias en relación a las grandes empresas, que por su tamaño y cuantía de negocio pueden permitirse influir en las condiciones que se les imponen, sobre todo, en lo relativo al coste y a las garantías exigidas (Ortega, 1998; Alcalá, 1995; Martínez Cerezo, 1996; Gurpide, 1985).

Esta situación es especialmente dificultosa en el caso de empresas de nueva creación que, por la natural escasez de recursos propios de esta etapa, deben acceder fundamentalmente a la financiación ajena. Igualmente son momentos especialmente problemáticos para la obtención de financiación en la vida de una empresa de este tipo, los períodos de crecimiento o expansión, los procesos de reconversión de sus actividades productivas y los de desarrollo de procesos de investigación para desarrollar nuevos productos o actividades (Ortega, 1998).

Debería plantearse, pues, incrementar el acercamiento a las vías de financiación existentes para que las empresas puedan llegar a obtener mayores recursos propios – que les son del todo necesarios – para subsanar las deficiencias financieras actuales, ya que la dotación de fondos propios y la actividad inversora están íntimamente relacionadas.

Este mayor volumen de recursos propios en los pasivos de las empresas pasa necesariamente por recurrir en mayor medida, en primer lugar, a la autofinanciación empresarial; en segundo lugar, al mercado de valores en su modalidad de segundo mercado, al imponerse condiciones excesivamente gravosas para las PYMES a la admisión a cotización en el primer mercado; y, por último, al Venture Capital o capital riesgo (Ortega, 1998; Casilda y Pérez, 1986; Martí Pellón, 1994; Cazorla y Cano, 2000; Berges y Soria, 1999; De la Rica, 1997).

De todos es conocido que la PYME por su estructura, dimensión, capital social, difusión del accionariado, etc., no ha tenido un fácil acceso a los mercados de capitales. La integración del mercado español en el europeo, con los retos que esto supone de reestructuración productiva y comercial, agrava esta situación. Para intentar subsanar dichas deficiencias y la discriminación, anteriormente aludida, en relación a las empresas de mayor tamaño, se hace del todo necesario un desarrollo del fenómeno Capital Riesgo como fuente de financiación alternativa y de los segundos mercados bursátiles que posibiliten, tanto la enajenación de las participaciones adquiridas mediante la fórmula anterior, como la obtención de recursos directamente, vía ampliaciones de capitales (Martínez Cerezo, 1996; Martí Pellón, 1994; Cazorla y Cano, 2000; De la Rica, 1997).

Si las pequeñas y medianas empresas contaran con los citados apoyos, dada su facilidad innata para adaptarse a todo tipo de coyuntura, se contribuiría a mejorar su situación de equilibrio de cara al futuro (Martínez Cerezo, 1996; Fels, 1985; Utrera, Castellano y Agustina, 1999). Por ello, vamos a analizar cuál es la situación de desarrollo actual de las dos vías de financiación aludidas.

### 2. EL CAPITAL RIESGO COMO INSTRUMENTO POTENCIADOR DE LAS PYMES

El capital riesgo consiste en la participación minoritaria y temporal en empresas cuya dimensión es, normalmente, pequeña y mediana. Dicha actividad se identifica, pues, con un aporte de fondos a favor de empresas de dimensiones menores o de nueva creación con elevados potenciales de desarrollo. Junto a la ayuda financiera, estas entidades prestan servicios de asesoramiento y apoyo técnico (Gutiérrez Viguera, 1987; Alcalá, 1995; Aranda, Martínez y Corona, 1990; Martí Pellón, 1994; Cazorla y Cano, 2000; De la Rica, 1997).

El “capital riesgo” tal y como lo entendemos hoy, aparece en los Estados Unidos, una vez acabada la Segunda Guerra Mundial. A principios de los sesenta se consiguió ampliar fuertemente la oferta de capital de riesgo. Dicha expansión se debió a varios factores, entre los que cabe destacar (Aranda, Martínez y Corona, 1990; Centelles, 1983):

- La reducción de impuestos a la actividad, promovida por la Administración americana, especialmente a través de un tratamiento favorecedor para las plusvalías.
- Profesionalización y ampliación de entidades inversoras en capital riesgo.
- Renacimiento y valoración positiva del espíritu empresarial.
- Tasas de rendimiento más altas que en otros países.
- Los proyectos se basan principalmente en nuevas tecnologías.
- La conexión creciente entre la Universidad y a industria.

Hoy existen en estados Unidos más de 600 sociedades de capital riesgo, con unos fondos disponibles de alrededor de 2.000 millones de dólares. A modo de curiosidad podemos citar el hecho de que algunas empresas creadas con la fórmula del capital riesgo se han convertido en la actualidad en grandes multinacionales tales como: APPLE COMPUTERS, POLAROID, 3M, IBM, XEROX, TEXAS INSTRUMENTS, etc. (Aranda, Martínez y Corona, 1990).

Si bien en Europa se ha podido observar en los últimos años una potenciación del fenómeno “Venture Capital”, el uso de dicho instrumento resulta aún incipiente y sólo en Gran Bretaña ha gozado de un mayor desarrollo. Cabe resaltar que Estados Unidos sigue siendo el principal receptor de capitales de riesgo, pues a los recaudados en su propio territorio hay que añadir parte de los recaudados en Europa (Aranda, Martínez y Corona, 1990).

#### 2.1. LA RELACIÓN DEL CAPITAL RIESGO CON LOS SEGUNDOS MERCADOS

Las entidades de capital riesgo mantienen su inversión durante un número de años, hasta que la sociedad participada ha evolucionado de forma suficiente y empieza a ser atractiva para otros inversores. Es entonces cuando enajenan sus participaciones, obteniendo un rendimiento, vía plusvalías, que es destinado a inversores en nuevas promociones (Aranda, Martínez y Corona, 1990; López-Pinto, 1986).

En función del riesgo que esté dispuesto a asumir el inversor, así como de la rentabilidad que espere obtener, elegirá – una vez analizado el proyecto de la empresa en que se va a participar – el instrumento financiero que estime como más adecuado para conseguir sus objetivos (Alcalá, 1995; López-Pinto, 1986; Gladstone, 1981).

Como se muestra en el Cuadro 1, si bien el instrumento típico de participación del capital riesgo son las acciones ordinarias, existen otras formas de financiación que pueden ser utilizadas por los inversores en *venture capital* a la hora de canalizar sus recursos.

CUADRO 1.- Instrumentos de participación del capital riesgo

	Características	Salida por	Comentarios
Acciones ordinarias	Otorgan una parte proporcional del patrimonio de la sociedad y de los derechos económicos y políticos	- Mercado de valores. - Procedimiento contractual así establecido.	Es el instrumento más utilizado en España.
Acciones preferentes	Conceden a sus titulares una serie de ventajas especiales en relación a los derechos peculiares de las acciones ordinarias	Id.	Poco utilizado en Europa.
Obligaciones convertibles	Son empréstitos que confieren al inversor una remuneración por intereses, con la posibilidad de convertirlos en acciones, según un plazo contractualmente fijado.	Si no se efectúa la conversión, por amortización de títulos.	
Créditos participativos	Su tasa de interés es variable en función de alguna magnitud económica de la empresa.	Devolución del principal o quiebra del negocio.	Utilizados por las empresas en reconversión.
Empréstitos participativos	Empréstitos de características similares a los créditos participativos.	Id.	No están regulados en España.
Buy-out	Adquisición de una participación (normalmente mayoritaria) en una empresa a través de un importante volumen de endeudamiento.	Venta de la participación a otros inversores.	Se suele utilizar como instrumento de salida en las operaciones de <i>venture capital</i> .
Joint-Venture	Es una fórmula organizativa en la que participan varias entidades para desarrollar un producto o una investigación común.	Venta de la participación a otros inversores.	

Fuente: Sotelo Navalpotro (Situación, nº 4, 1987, p. 10), Alcalá (1995, p. 102) y elaboración propia.

Existen, como vemos, varias formas de finalizar el ciclo de financiación mediante capital riesgo, esto es, distintas modalidades para proceder a la salida o desinversión. Estas son las siguientes (Alcalá, 1995; Aranda, Martínez y Corona, 1990; López-Pinto, 1986): recompra por los propios accionistas promotores; liquidación de la sociedad; venta a otras empresas del sector; entrada de otros inversores; mediante un MBO (*management by out* o compra por parte del equipo directivo de la PYME); compra por parte de una tercera sociedad o holding (adquisición o fusión, *leveraged buy-out*); con un pacto contractual con la participada; y mediante la salida a bolsa.

La última alternativa planteada consiste en la salida a bolsa por parte de la PYME, especialmente a través de los segundos mercados de valores. Esta es la opción preferida por todos los inversores en capital riesgo. Pero para ello es necesario que exista un segundo mercado bursátil lo suficientemente ágil y dinámico que permita la libre transmisión de los títulos y que ello suponga un incentivo para el fomento del ahorro que sea canalizado hacia la financiación de la PYME. Estas condiciones no se dan precisamente en el caso español, en el que el escaso desarrollo de este tipo de mercados está introduciendo un importante freno a la expansión de la actividad del capital riesgo (Albach, 1985; Alcalá, 1995).

Podría afirmarse, pues, que el destino de la actividad de capital riesgo va íntimamente ligado a desarrollo de los segundos mercados bursátiles ya que, por un lado, permite a estas entidades captar fondos - vía cotización en el mercado - para la promoción empresarial y, por otro lado, facilita la desinversión de sus participaciones mediante la cotización de las PYMES que invierten (Sotelo, 1988).

### 3. LOS SEGUNDOS MERCADOS BURSÁTILES: PRESENTE Y PERSPECTIVAS DE FUTURO

Los segundos mercados son aquellos que posibilitan la admisión a cotización de empresas que difícilmente pueden acceder a los mercados oficiales, debido a los requisitos de admisión imperantes en los mismos. Acudirán, pues, a cotizar en los segundos mercados, empresas que no alcanzan niveles mínimos de capital, capitalización, recursos propios o difusión de sus acciones requeridas en los mercados oficiales (Aranda, Martínez y Corona, 1990; Martínez Cerezo, 1996; Cachón, 1990).

Los segundos mercados que han tenido un desarrollo más espectacular, "Over the Counter" en Estados Unidos y "Unlisted Securities Market" en gran Bretaña, se han dado donde ha habido una mayor difusión del "Venture Capital" (Capital Riesgo) o de empresas que estaban surgiendo en el ámbito de nuevas tecnologías, de rápido crecimiento (Aranda, Martínez y Corona, 1990; Martínez Cerezo, 1996).

Vamos a hacer un repaso al origen de estos segundos mercados bursátiles en aquellos países en los que existen, para comprobar que en todos ellos están ligados al deseo de servir como ayuda y promoción a las PYMES. Empezaremos por los dos casos más significativos por su eficacia y desarrollo (Miguelañez, 1986; Aranda, Martínez y Corona, 1990; Alcalá, 1995; Martínez Cerezo, 1996; Madej, 1993; Duncan, 1986):

1.- El caso americano: las operaciones sobre valores no cotizados en las Bolsas son realizadas en el Over the Counter Market (O.T.C.), que surgió como un mercado sin organización, ni regulación, ni ubicación física, limitándose a agrupar a una serie de negociantes en valores distribuidos por todo el país. Sus miembros se integran, en la actualidad, en la National Association of Securities Dealers (NASD).

Los inconvenientes que presentaba el "Over the Counter" (Mercado de mostrador), operando a través de dealers, en cuanto a transparencia y seguridad para los inversores, llevó a la creación, en 1971, de un mercado automatizado a escala nacional que asegurara un rápido intercambio de información de cotizaciones y volúmenes de contratación, el NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation).

El éxito del segundo mercado estadounidense es notorio. No solamente es el mercado bursátil de más rápido crecimiento en el mundo, sino que de las más de 4.700 empresas que cotizan en el mismo, alrededor de 1.800 cumplen los criterios financieros para cotizar en el AMEX (American Stock Exchange) y más de 600 los requeridos por la bolsa neoyorkina y, sin embargo, se mantienen en el referido mercado.

2.- El Unlisted Securities Market de Londres: su principal objetivo consiste en proveer un mercado regular y formal que cubra las necesidades de aquellas compañías que, por su envergadura o desarrollo, no tienen acceso a la cotización oficial "listing". La acogida que se ha dispensado al Unlisted Securities Market desde su puesta en marcha en noviembre de 1980, puede considerarse todo un éxito. Las causas que explican el fuerte despegue de este mercado son varias: reducción de los costes de admisión, el recorte en las exigencias de información y difusión, y el tratamiento fiscal de los Unlisted Securities más favorable que en el mercado oficial.

3.- Second Marche en Francia: a caballo entre el mercado oficial y el mercado "Hors Cote" (que fija el precio en las operaciones de compra-venta de valores, siendo muy escasa o prácticamente nula en algunos casos, la liquidez que éste ofrece), el Second Marche nace en las siete bolsas del país en 1983, con la idea de acoger aquellas sociedades, en especial de tamaño medio, interesadas en las alternativas de financiación que ofrece el mercado y que sus títulos se negocien de manera regular en un mercado organizado, pero sin que ello implique necesariamente una futura solicitud de admisión a la cotización oficial, y por ende el cumplimiento de unas condiciones más estrictas:

4.- El Mercato Ristretto en Italia: uno de sus principales objetivos es la aclimatación de las sociedades a la operativa y exigencias de la bolsa oficial.

5.- El tercer mercado de acciones de la Bolsa de Copenhague: la evolución decreciente en los últimos años del número de empresas cotizadas en la bolsa danesa, puso de manifiesto la necesidad de instrumentar medidas que facilitaran el acceso de las empresas al mercado de valores, en especial de las pequeñas y medianas.

6.- El mercado Hors Bourse de Ginebra: los títulos cotizados en el Hors Bourse en Ginebra - así como en las demás bolsas suizas - son por definición aquellos que no han podido ser admitidos a cotización en las bolsas oficiales por algún motivo concreto.

En resumen, como podemos observar, la creación de los llamados segundos mercados de valores en las principales bolsas mundiales ha venido a responder a la creciente necesidad de dinamizar a las PYMES que, como ya se ha referido anteriormente, son las más capacitadas para la creación de empleo, la innovación y la adaptación tecnológica a sistemas productivos en constantes procesos de cambio (Alcalá, 1995; López Pinto, 1985).

No podemos dar por concluido este análisis sin mencionar que si comparamos las cifras referidas al segundo mercado español con las de otros mercados paralelos extranjeros, en relación al número de empresas y volumen de contratación, se aprecia como el segundo mercado de la Bolsa de Barcelona, el más importantes de nuestro país con diferencia, ocupa uno de los últimos lugares respecto a volúmenes de capitalización y negocio. Por esto puede decirse que en España es donde menos aceptación ha tenido por parte de las empresas que podrían estar interesadas en ser admitidas (Ortega, 1998).

En el caso de España, además, se puede comprobar empíricamente que existen sectores empresariales importantes dentro de nuestra sociedad sin ningún tipo de representación bursátil, como son, por ejemplo, el informático, la hostelería, la publicidad, la prensa, la cosmética, etc. En otros muchos casos se encuentran mínimamente representados, como ocurre con los sectores de la agricultura, pesca, alimentación, minería, etc. Incluso se da la paradoja de que verdaderas multinacionales españolas, en una importantísima fase expansiva, no cotizan en Bolsa; mientras que existen sectores con un peso relativo excesivo en el conjunto de las empresas cotizadas, como son el bancario, eléctrico y la Compañía Telefónica (Aranda, Martínez y Corona, 1990; Martínez Cerezo, 1996).

Un mayor número de sociedades admitidas a cotización oficial es imprescindible para dar una mayor estabilidad al mercado y garantizar su futuro desarrollo. Resulta pues necesario organizar otro mercado con el fin de que sociedades que por su dimensión o por alguna característica especial no puedan entrar directamente en el mercado oficial, vayan adaptando su estructura a este objetivo, al tiempo que encuentren, ya de hecho, la posibilidad de acceder a un mercado donde obtener financiación.

El proceso de emisión de nuevos valores por las empresas y su posterior colocación e introducción en bolsa supone una serie de efectos para las empresas como que se traducen en una serie de ventajas e inconvenientes. En cuanto a las ventajas, podemos citar (Aranda, Martínez y Corona, 1990; Ortega, 1998; Alcalá, 1995; Cachón, 1987, 1990 y 1999; Martí Pellón, 1988; CNMV, 1993; Berges y Soria, 1999):

- 1.- Equilibrar la estructura financiera en la relación entre recursos propios y ajenos.
- 2.- Una diversificación en sus fuentes de financiación, pudiendo prescindir, si lo estima ventajoso, de la clásica bancaria o crediticia.
- 3.- Posibilidad de obtención de recursos, fundamentalmente a largo plazo.
- 4.- Mayor independencia de la empresa ante acontecimientos del sistema bancario.
- 5.- Va a permitir la recuperación de la inversión a las entidades de capital riesgo, lo que constituye un requisito imprescindible para el desarrollo de su actividad.
- 6.- El segundo mercado tiene para las empresas la doble ventaja de que, por un lado, permite a las que están en crecimiento comercializar sus acciones y obtener capital para su expansión, y, por otro, facilita a los accionistas fundadores la realización de parte de su inversión.
- 7.- Facilitar las salidas de socios minoritarios.
- 8.- Tener una valoración de mercado de las acciones.
- 9.- La salida a bolsa de una empresa está acompañada de una gran publicidad de ésta, lo que aumentaría su popularidad.
- 10.- Mejora en la imagen y opinión hacia la empresa por parte de los empleados, clientes, deudores, etc., lo que en un futuro podrá ayudarle a acometer nuevos proyectos financieros.
- 11.- Posibilidad de participar o adquirir otras empresas, por medio del intercambio de acciones y, por lo tanto, sin necesidad de realizar un desembolso o un endeudamiento.
- 12.- La salida a bolsa tiende a producir un cambio en la filosofía de la empresa y en el estilo de gestión, pasando de una actitud más paternalista a otra mucho más objetiva y profesionalizada.
- 13.- Resolver temas sucesorios sin afectar el funcionamiento de la empresa.

En cuanto a sus inconvenientes, podemos señalar (Aranda, Martínez y Corona, 1990; Ortega, 1998; Alcalá, 1995; Cachón, 1987, 1990 y 1999; Martí Pellón, 1988; Casado, 1998):

- 1.- Posibilidad de intromisión de accionistas no deseados.
- 2.- La preparación de la salida a bolsa de una empresa supone una importante inversión de tiempo por parte de la gerencia y, además, un gran coste (gastos de aseguramiento, asesoramiento profesional, etc.), incluso desde antes de existir la certeza de que este proyecto va a poder llegar a hacerse realidad.
- 3.- Aumentan las responsabilidades de los directivos, que tendrán que empezar a responder de los resultados ante un volumen mayor de accionistas, una parte de los cuales, los de nuevo acceso, no van a ser necesariamente simpatizantes con la gestión anterior.
- 4.- Aumentan las limitaciones a las actuaciones de los directivos, los cuales deberán someter determinadas decisiones gerenciales como, por ejemplo, la emisión de nuevas acciones, a la aprobación de todos los accionistas. Esto puede dar lugar a controversias.
- 5.- Obligado acatamiento de la empresa y directivos a las reglas bursátiles por haber sido admitidos a cotización (referentes a determinados procedimientos administrativos, aportación de la información requerida en los plazos señalados, etc.).

- 6.- Importante aumento del volumen de información a suministrar en relación a la que debían revelar antes de empezar a cotizar, en materia de resultados, dividendos, alteraciones en el capital, etc., incluyendo aspectos que pueden resultarles molestos a los directivos de la sociedad, como salarios, cambios en el cuerpo directivo, etc.
- 7.- Necesidad de fijar una política de dividendos y ampliaciones de capital más estable.
- 8.- El precio de la acción de una compañía y sus oscilaciones va a ser tomado como un indicador de la buena gestión y marcha de la empresa, cuando tiene un componente siempre incontrolable.
- 9.- La necesidad de exhibir resultados positivos para estimular las cotizaciones supone un mayor pago de impuestos.
- 10.- Posibilidad de resistencia al cambio por parte de algunos antiguos accionistas, que puede conducir a enfrentamientos entre ellos y los gestores, especialmente en los primeros momentos en que se producen muchos gastos de administración y ningún incremento de los beneficios.

### 3.1. SITUACIÓN ACTUAL DEL SEGUNDO MERCADO BURSÁTIL EN ESPAÑA

Amparándose en los artículos 161 y 162 del Reglamento de las Bolsas de Comercio, fue la Bolsa de Barcelona la que tomó la iniciativa de crear un segundo mercado bursátil en 1982. Las directrices del nuevo mercado se inspiraron preferentemente en el Unlisted Securities Market de la Bolsa de Londres, así como los mercados francés, italiano, danés y suizo (Aranda, Martínez y Corona, 1990; Alcalá, 1995; Martínez Cerezo, 1996; Giralt, 1985; Berges y Soria, 1999).

La regulación oficial de los segundos mercados bursátiles no se produce, sin embargo, hasta la publicación del Real Decreto 710/1986 de 4 de abril y su posterior desarrollo en la Orden de 26 de Septiembre por los cuales se crea un segundo mercado de valores en las Bolsas de Comercio. Cabe señalar que el segundo mercado oficial se inauguró en la Bolsa de Madrid el 17 de noviembre de 1986 con poco entusiasmo, confusión y una sola sociedad admitida.

Como podemos observar en el Cuadro 2, en el que se comparan las características más significativas del primer y segundo mercado, las obligaciones que impone el segundo mercado a las empresas que cotizan en él son menos rígidas que las del primer mercado oficial.

CUADRO 2.- Cuadro comparativo entre el primer mercado y el segundo mercado oficial (RD 710/1986)

Primer mercado	Segundo mercado
<b>Capital mínimo admitido.</b> Acciones: 200 millones de pesetas. Obligaciones: 100 millones de pesetas.	<b>Capital mínimo admitido.</b> Acciones: 25 millones de pesetas. Obligaciones: 25 millones de pesetas.
<b>Número de accionistas y obligacionistas.</b> Al menos 100, con participación individual inferior al 25 por 100 del capital o de la emisión.	<b>Número de accionistas y obligacionistas.</b> No hay exigencia de límite mínimo.
<b>Beneficios.</b> En los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos en un período de cinco años, para poder repartir un dividendo del 6 por 100 del capital, después de dotar impuestos y reservas.	<b>Beneficios.</b> No exigibles. Incluso en pérdidas.
<b>Documentos a aportar para la admisión.</b> Auditoría externa completa del último ejercicio; folleto explicativo. Según modelo oficial.	<b>Documentos a aportar para la admisión.</b> Auditoría externa del balance inicial, con compromiso de presentar auditoría completa en el plazo de un año, a partir de su admisión para empresas de reciente creación; folleto explicativo. Según modelo oficial.
<b>Deberes de información:</b> anual y trimestral.	<b>Deberes de información:</b> anual igual que en el primer mercado y semestral igual que la información trimestral en el primer mercado. Además, hay que comunicar los hechos relevantes; folletos informativos con ocasión de operaciones financieras.

Fuente: Rodríguez, Parejo, Cuervo y Calvo; 1993, pp. 468-469, y colaboración propia

La regulación española permite la incorporación a este segundo mercado de sociedades de nueva creación. Frente a otros ordenamientos que exigen un número mínimo de años, España intenta fomentar la financiación de la empresa incluso en el momento inicial, con especial vinculación de este mercado con las sociedades de capital riesgo (Cachón, 1990; Casado, 1998).

Una última diferencia radica en la reducción de los aranceles correspondientes a la admisión y liquidación de operaciones sobre títulos admitidos en este mercado. No se bonifican en cambio los aranceles correspondientes a

la contratación de estos valores, que seguirán siendo los habituales. En cuanto a régimen fiscal para los tenedores de estos títulos, no hay en la actualidad deducciones ni para el primer mercado ni para el segundo, lo que ha sido importante factor del poco éxito del mercado (Cachón, 1990; Casado, 1998).

A quince años de la creación del segundo mercado oficial en España, se puede disponer ya de una cierta perspectiva que permite evaluar el estado en que se ha asentado y pervive. Es unánime la opinión de calificarlo de fracaso, a la vista del número de empresas que han estado interesadas en ser admitidas en él, la baja actividad y el poco entusiasmo que ha suscitado entre los inversores (Aranda, Martínez y Corona, 1990; Alcalá, 1995; Mazzuchelli, 1996; Cachón, 1990; García Vaquero y Gutiérrez, 1990; Alierta, 1991).

Dentro del contexto que hemos descrito y entrando a analizar si existen diferencias en la acogida al segundo mercado entre los cuatro centros bursátiles españoles, debemos reseñar que en la Bolsa de Valencia en ningún momento existió actividad de este tipo hasta 1996, cuando accedió una sola empresa. Asimismo, en relación a las tres bolsas restantes, es la de Barcelona la que más destaca sobre las demás. Esto ha sido una característica constante en todos los años, por lo que creemos suficientemente revelador el reflejar las cifras concretas de 1996, en las que podemos fácilmente advertir esta situación (Cuadro 3).

CUADRO 3.- Número de sociedades, capitalización bursátil y contratación efectiva en el segundo mercado. Año 1996.

	Bolsa de Madrid		Bolsa Barcelona		Bolsa de Bilbao		Bolsa de Valencia	
	Total	% total Bolsas	Total	% total Bolsas	Total	% total Bolsas	Total	% total Bolsas
Núm. Empresas	4	13,3	17	56,7	8	26,7	1	3,3
V. Capitalización	9.966	44,5	7.993	35,7	4.223	18,8	230	1,0
V. Contratación	2.950	72,3	322	7,9	804	19,7	5	0,1

Fuente: Ortega, 1998, p. 183.

Nota: Las cifras de capitalización y contratación están expresadas en millones de pesetas.

### 3.2. CAUSAS DE SU ESCASO DESARROLLO

Las causas de la escasa relevancia del segundo mercado en nuestro país, pueden esquematizarse así (Aranda, Martínez y Corona, 1990; Ortega, 1998; Alcalá, 1995; Martínez Cerezo, 1996; Navas, 1988):

- 1.- Escasa disposición de las PYMES españolas a acudir a bolsa debido a varios motivos:
  - a) Miedo a perder el control de la empresa, especialmente cuando esté vinculado a una familia o a un reducido número de accionistas o incluso a sufrir una OPA.
  - b) Reticencia a someterse a los requerimientos de información.
  - c) Poca tradición de este tipo de financiación empresarial y clara opción por la bancaria.
  - d) Desconocimiento en muchos casos de información sobre los requerimientos y ventajas de este mercado.
- 2.- En el caso de empresas interesadas en cotizar y con disponibilidad de acceder tanto al primer como al segundo mercado, se decantarán por la cotización oficial por considerar la otra opción como un mercado de "segunda división", no sólo por la falta de atractivos que potenciaran al mismo en su fase inicial, sino también dado el reducido volumen de capital exigido para ser admitida una empresa a cotización en el primer mercado - 200 millones -. Prueba de ello es la existencia de un considerable número de empresas regionales de escasa contratación que cotizan en las bolsas españolas cuando podrían haber solicitado su ingreso en esta otra opción.
- 3.- Poca desarrollo del capital riesgo en nuestro país.
- 4.- Reticencia del inversor a volcarse en el segundo mercado debido a:
  - a) La falta de liquidez de éste.
  - b) El tratamiento fiscal poco estimulante.
  - c) Poca familiaridad con el nombre de las empresas admitidas, que además serán de reducida dimensión, por lo que el ahorrador es consciente de que no existe un volumen amplio de activos que respalden su inversión.
- 5.- Tratamiento fiscal poco incentivador, en especial en lo referente a las plusvalías y a las normas de valoración a efectos del impuesto sobre el patrimonio.
- 6.- Según algunos expertos, el segundo mercado es el indicado para la mediana empresa pero no para la pequeña, que carece de la estructura administrativa y contable necesaria para acceder a este tipo de financiación.
- 7.- Al contrario de lo que ocurre en los países anglosajones, en los que una empresa que cotiza tiene una mejor imagen que otra que no lo hace, en España esto no sucede así ya que muchas empresas no han tenido ni tienen intención alguna de incorporarse a los mercados.

### 3.3. MEDIDAS PARA SU POTENCIACIÓN

En primer lugar describiremos las medidas que deben tender a favorecer o, en su caso, no entorpecer la inversión (Pera, 1986; Aranda, Martínez y Corona, 1990; Martínez Cerezo, 1996):

- a) Incrementar la financiación de las empresas a través del capital, estimulando el "Venture Capital".
- b) Adopción de determinadas medidas de tipo fiscal que puedan fomentar la financiación de la empresa a través del mercado de valores.
- c) Introducción de determinadas medidas fiscales que pudieran favorecer al inversor, entre las que cabría citar: un tratamiento fiscal de las plusvalías más generoso y mayores beneficios fiscales en evitación de la doble imposición por dividendos.

Vamos a enumerar a continuación diversas medidas innovadoras respecto al mercado oficial (Aranda, Martínez y Corona, 1990; Martínez Cerezo, 1996):

- a) Posibilidades de emisión de acciones sin valor nominal, lo cual evitaría la retribución del accionista a través del reparto de reservas.
- b) Cotización de las obligaciones por un sistema que incorpora, además del precio del título, el interés devengado desde la fecha de pago del último cupón hasta el día de la fecha.
- c) Calificación de las emisiones por parte de entidades dedicadas a esta función, a fin de que el inversor tenga elementos de juicio sobre el riesgo que corre.
- d) Ensayar, con las sociedades cotizadas en el segundo mercado, las medidas fiscales propuestas anteriormente.
- e) Campaña divulgativa del fenómeno Bolsa explicando, además de los objetivos y el funcionamiento pormenorizado de dicha institución y los agentes participantes, las ventajas e inconvenientes de cotizar.
- f) Elevar la cifra mínima de capital social para la admisión de empresas a cotizar en el primer mercado. Ello dejaría un espacio natural que podría permitir, bajo supuestos favorables, el desarrollo de los segundos mercados.
- g) Podría ser interesante crear un mercado electrónico, tipo Nasdaq, en el que la liquidez viniera asegurada a través de los creadores de mercado (market-makers). Dicho mercado también pudiera generarse como consecuencia de un proceso evolutivo de los ya existentes.

En relación con las empresas, éstas habrán de cambiar su actitud ante este tipo de financiación (Utrera, Castellano y Agustina, 1999). La solución pasaría, según la revista *Bolsa de Madrid* (1995, pp. 24-25), por estudiar qué puede ofrecer la bolsa a una PYME y a un inversor - que no le ofrezca ya el mercado principal - y que les resulte realmente atractivo. La respuesta a la primera cuestión podría estar en ofrecer a éstas productos financieros de renta fija como alternativa a la financiación bancaria, dado que prefieren endeudarse antes que ceder participación en el capital mediante la emisión de acciones. En referencia al segundo aspecto, la única forma de diluir el riesgo que representa para el inversor el colocar sus fondos en valores de una PYME sería diseñar productos basados en emisiones conjuntas de varias de ellas. Combinando ambas características, podría diseñarse un producto realmente interesante, el cual, acompañado de otras medidas en la línea de proporcionar una completa y veraz información, resultaría una verdadera alternativa a la financiación bancaria (Ortega, 1998).

### 3.4. PERSPECTIVAS DE FUTURO

Las perspectivas del segundo mercado son, en este momento, inciertas. Dependen de los acontecimientos que tengan lugar, como el previsible desarrollo de los fondos y planes de pensiones y de las sociedades de capital riesgo y de que el gobierno y las autoridades bursátiles se decidan a llevar a cabo medidas de estimulación (Ortega, 1998).

El papel a jugar por la banca en el futuro de este mercado puede ser destacable en cuatro aspectos (Miguelañez, 1986; Aranda, Martínez y Corona, 1990; Martínez Cerezo, 1996):

- 1.- Las estrechas relaciones que tradicionalmente mantiene la banca española con las pequeñas y medianas empresas clientes y el profundo conocimiento que de ellas se tiene, sitúa a la banca en inmejorables condiciones para actuar como intermediario en la introducción de las mismas en los segundos mercados bursátiles, ya sea asesorándolas, ya sea "respaldando" una oferta pública de venta o asegurando la colocación de acciones, métodos usuales de admisión en los segundos mercados de otros países.
- 2.- De conformidad con lo dispuesto en el artículo 21 del Real Decreto-Ley 1/1986 de 14 de Marzo y Real Decreto 710/1986 de 4 de Abril, los títulos y participaciones cotizados en el segundo mercado "servirán como

activo para el cumplimiento de las obligaciones de inversión obligatoria de los intermediarios financieros en las condiciones establecidas en la normativa específica".

3.- El segundo mercado bursátil puede llegar a ser el marco idóneo donde la banca, en consonancia con su política de diversificación de activos, estructure su cartera de participaciones empresariales.

4.- Cabe resaltar la importancia de los segundos mercados bursátiles para la banca como gestora de los planes y fondos de pensiones.

Pero el mercado de valores español se enfrentará próximamente a un nuevo e importante reto debido a la adaptación de la legislación española a la Directiva Comunitaria de 10 de mayo de 1993 sobre Servicios de Inversión. Supondrá que cualquier empresa de servicios de inversión autorizada en un Estado miembro de la UE podrá libremente prestar sus servicios o abrir sucursales en todo el territorio comunitario, siendo únicamente supervisada por su país de origen. Asimismo, se eliminarán las restricciones de acceso a los mercados secundarios "regulados", de forma que cualquier empresa de inversión comunitaria podrá acceder o ser un miembro de tales mercados y sus sistemas de compensación, siempre que cumpla los requisitos de acceso y funcionamiento vigentes en ellos (Ortega, 1998; Alcalá, 1995; Casado, 1998). En este sentido, existe en Europa una corriente revitalizadora de los mencionados mercados. Un ejemplo de ello son las primeras fases del desarrollo de un mercado continental electrónico para PYMES denominado EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation) en el que cotizarían inicialmente 50 empresas (Martínez Cerezo, 1996; Conté, 1995).

#### 4. CONCLUSIONES

Ya por último, y a modo de conclusión, sólo cabe añadir que es necesario un impulso importante en el desarrollo tanto de los segundos mercados como del "Venture Capital", con lo que ello supone para la financiación de la PYME, desde varios aspectos (Aranda, Martínez y Corona, 1990; Alcalá, 1995; Martínez Cerezo, 1996; De Luis, 1986; Donges, 1983; García Echevarría, 1985):

- Un fortalecimiento de la capacidad financiera.
- Una diversificación de las fuentes de financiación.
- Una alteración de la proporción recursos ajenos/recursos propios.
- Evitar una excesiva dependencia del crédito bancario.
- Una disminución considerable en el coste de financiación.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Albach, H. (1985): "¿Qué medidas deben aplicarse para mejorar la dotación de capital propio en la empresa a largo plazo?". *Esik-Market*, (47, enero-marzo), pp. 75-96.
- Alcalá Olid, F. (1995): *El capital riesgo en España: análisis del procedimiento de actuación*. Editorial Civitas, Madrid.
- Alierta, C. (1991): "Expectativas del mercado bursátil". *Suplementos sobre el Sistema Financiero. Papeles de Economía Española*, (33), pp. 98-108.
- Aranda, F., Martínez, R. y Corona, J.F. (1990): *El segundo mercado. Una fuente de financiación para la PYME*. Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- Berges Lobera, A. y Soria Lambán, P. (1999): "Eficiencia, Equilibrio y Gestión de Riesgos en los Mercados de Capitales". *Papeles de Economía Española*, (78-79), pp. 145-157.
- Bolsa de Madrid (1995): "Reflexiones sobre un mercado bursátil de PYMES". *Bolsa de Madrid*, (29), pp. 24-25.
- Cachón Blanco, J.E. (1987): "Los procesos de colocación e introducción de títulos en Bolsa (I)". *Bolsa de Madrid*, (104), pp. 12-15.
- Cachón Blanco, J.E. (1990): *Escritos sobre la Bolsa de Valores*. Actualidad Editorial, Madrid.
- Cachón Blanco, J.E. (1990): *Las bolsas de valores en España*. GESMADRID/EUROGESTIÓN SVB, Madrid.
- Cachón Blanco, J.E. (1999): *200 Preguntas sobre los Mercados de Valores*. La Ley-Actualidad, S.A., Madrid.
- Casilda Béjar, R. (1992): "El financiamiento de la PYME". *Boletín de Estudios Económicos de Información Comercial Española*, (2.336), pp. 2608-2619.
- Casado Juan, F. (1998): "Una nota sobre la empresa familiar y el mercado de valores". *Papeles de Economía Española*, (77), pp. 186-191.
- Casilda Béjar, R. y Pérez, M. (1986): "La pequeña financiación". *Dinero*, n° extra, pp. 151-154.
- Cazorla Papis, L. Y Cano Guillén, C.J. (2000): *El Capital Riesgo como instrumento de apoyo a la PYME*. Universidad de Almería, Almería.
- Centelles Echevarría, E. (1983): "La actividad de capital riesgo (Venture Capital): características y posibilidades en España". *Economía Industrial*, (231, mayo-junio), pp. 131-143.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (1993): "Informe Anual de 1992". *CNMV*, Madrid.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores (1997): "Informe Anual de 1996". *CNMV*, Madrid.
- Conthe Gutiérrez, M. (1995): "Presentación. El Mercado de Valores español ante el Mercado Único". *Perspectivas del Sistema Financiero*, (49), pp. VII-VIII.
- Coutarelli, S. (1977): *Venture capital in Europe*, New York.
- De la Rica, C. (1997): "Capital ... ¿riesgo?". *Actualidad Económica*, (2.019), pp. 35.
- De Luis, F. (1986): "Las sociedades de capital riesgo". *Nuevo Lunes* (244, 7-12 abril), p. 26.
- Donges, J.B. (1983) "Ante la necesidad de generar capital riesgo", *Economistas*, (3), pp. 18-19.
- Duncan, M.G. (1986): "Las Bolsas de la Comunidad Europea: ayer, hoy y mañana". *Suplementos sobre el Sistema Financiero. Papeles de Economía Española*, (15-16), p. 59-75.

- Fels, G. (1985): "Más capital riesgo para la empresa privada". *Esik-Market*, (47, enero-marzo), pp. 5-15.
- García Echevarría, S. (1985): *Capital riesgo y política de amortizaciones*. Instituto de Planificación Contable, Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.
- García-Vaquero, V. y Gutiérrez, F. (1990): "Evolución reciente del mercado bursátil. Desarrollo y resultados de la reforma". *Banco de España, Boletín Económico*, (marzo), pp. 13-28.
- Giralt Serra, A. (1985): "El segundo mercado para pequeñas y medianas empresas. La experiencia de la Bolsa de Barcelona". *CEAM*, (192), p. 37-39.
- Gladstone, D.J. (1981): "Venture Capital Investment". *Pension World*, 17 (11), pp. 82-84.
- Gurpide Huarte, J. (1985): "Sistema financiero e industrialización". *Esic-Market*, (47), pp. 133-142.
- Gutiérrez Viguera, M. (1987): "La financiación de la innovación: estudio del capital riesgo". *Actualidad Financiera* (48, 21 al 27 de diciembre), pp. 2357-2390.
- López-Pinto Ruiz, V. (1985): "El segundo mercado bursátil, imprescindible para la promoción empresarial". *Bolsa de Madrid*, (12), pp. 1-32.
- López-Pinto Ruiz, V. (1986): "El Capital Riesgo". *Dinero* (17 extra), pp. 43-46.
- Madej, A. (1993): "El relanzamiento del *Second Marché* parisino". *Bolsa de Madrid*, (10, abril), pp. 36-43.
- Martí Pellón, J. (1988): *El Capital Riesgo (Venture Capital): Un análisis conceptual y formal aplicado a España y a los principales países industrializados*. Tesis doctoral. Ed. Universidad Complutense, Madrid.
- Martí Pellón, J. (1994): *La financiación de las PYMES mediante el capital riesgo*. IMPIVA, Valencia.
- Martín Rodríguez, M. (1995): "El Sistema Financiero y la financiación de las PYME". *Papeles de Economía Española*, (65), p. 235-240.
- Martínez Cerezo, R. (1996): "El segundo mercado" en Sánchez Fernández de Valderrama, J.L. (director): *Curso de bolsa y mercados financieros*. Ed. Ariel Economía, Barcelona, pp. 347-380.
- Mazzuchelli Urquijo, F. y Duro, M. (1996): "Las Bolsas: organización y funcionamiento" en Sánchez Fernández de Valderrama, J.L. (director): *Curso de bolsa y mercados financieros*. Ed. Ariel Economía, Barcelona, pp. 244-271.
- Migueláñez Arribas, A. (1986): "Los segundos mercados bursátiles". *Situación* (2), pp. 34-41.
- Navas López, J.E. (1988): "La PYME y el Segundo Mercado Bursátil". *Actualidad Financiera*, (26, semana 27 de junio- 3 de julio), pp. 1282-1283.
- Ortega Díaz, M.I. (1998): *El mercado bursátil en España: Un análisis de su dimensión*. Editorial Civitas, Madrid.
- Pera Lloveras, J. (1986): "Los segundos mercados bursátiles. Introducción y medidas para su desarrollo". *Análisis Financiero* (39), pp. 15-22.
- Planasdemunt Gubert, J. (1987): "El Segundo Mercado", *Horizonte Empresarial*, (1968, febrero), pp. 19-21.
- Rodríguez, L.; Parejo, J.A.; Cuervo, A. y Calvo, A. (1993): *Manual del Sistema Financiero Español*. Ariel, Barcelona.
- Sotelo Navalpotro, J. (1987): "Análisis del Capital-Riesgo (Venture Capital) como una solución ante la crisis económica en España". *Situación* (4), pp. 4-55.
- Sotelo Navalpotro, J. (1988): *EL capital riesgo (venture capital) en el contexto de la política económica frente a la crisis industrial en España*. Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid.
- Utrera, E.; Castellano, A. Y Agustina, L. (1999): "¿Qué hacer con el dinero?". *Actualidad Económica*, (2.127), pp. 52-54.