

EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN ESPAÑA: EL CASO DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN (MAB-EE)



ÍNDICE

1. Resumen	3
2. Introducción	4
3. La situación empresarial en el entorno de la mayor crisis global	4
4. El Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)	15
5. Una introducción al MAB-EE	16
6. Acceso al MAB-EE	17
7. Comparación internacional: el AIM británico	23
8. Desconocimiento del MAB: una barrera del Mercado	24
9. El MAB en positivo	25
10. La cara negativa del MAB	25
11. Comparativa con el <i>crowdfunding</i>	26
12. El futuro del MAB	26
13. Conclusiones	27
14. Bibliografía	29
15. Acerca del autor	29

1. RESUMEN

El presente trabajo está enmarcado en una serie de publicaciones de informes realizado por la Universidad Internacional de Valencia (VIU) y que giran en torno a los mercados financieros y a la red productiva de pequeñas y medianas empresas (PYMES) en España. Este informe recoge el análisis de uno de los mercados financieros más reciente denominado el Mercado Alternativo Bursátil dentro de su rama de Empresas en Expansión (MAB-EE). Fue creado en el 2008 y su puesta en funcionamiento se produjo en el 2009 con la salida a cotización de dos compañías, iniciando el apoyo hacia uno de los sectores más castigados por la crisis y cuya fuente de financiación tradicional era el crédito bancario. Se realiza un recorrido del MAB-EE a través de un análisis de las empresas que han cotizado en el mismo durante el periodo 2009-2014, describiendo el funcionamiento del mismo y los puntos débiles y fuertes del citado mercado. Se incluye una comparación con el mercado alternativo bursátil británico (Alternative International Market) y acabamos con el convulso 2014, donde el caso Gowex golpea al MAB, provocando la solicitud de salida del mismo de algunas de las empresas. El informe termina con las conclusiones y el futuro del MAB-EE.

1. ABSTRACT

This work is framed in a series of publications reporting by Valencia International University (VIU) around financial markets and productive network of small and medium enterprises (SMEs) in Spain. This report contains the analysis of one of the most recent financial market called the Alternative Investment Market in its branch Growth Companies (MAB-EE). It was created in 2008 and its operation occurred in 2009 with the exit to quote two companies, initiating support to one of the sectors hardest hit by the crisis and whose source of funding was traditional bank credit. A tour of the MAB-EE is done through an analysis of firms listed on the same during the period 2009-2014, describing the operation thereof and the strengths and weaknesses of that market. It includes a comparison with British alternative stock exchange (Alternative International Market) and ended with the turbulent 2014, where the case Gowex hits the MAB, causing the request removal from some of the companies. The report ends with conclusions and future of the MAB-EE.

2. INTRODUCCIÓN

Uno de los mayores problemas estructurales para las empresas en Europa es el acceso a la financiación y sobre todo en el caso de empresas de nueva creación. Muestra de esta situación, la UE creó un marco financiero plurianual (2014-2020) que integraba el Programa para la Competitividad de las Empresas y para las Pymes (COSME) con una asignación total de 2.500 millones EUR para todo el período. Esta situación que envuelve a las Pymes implica la imposibilidad de crear empresas que incorporan innovación y nuevas tecnologías, es decir, más competitivas. Por todo ello, en el tramo 2007-2013 la UE creó el Programa Marco para la Innovación y Competitividad que incluía el Programa para la iniciativa empresarial y la innovación dirigidos expresamente a las Pymes, desde las empresas “gacela” (empresas de crecimiento rápido) de alta tecnología, hasta las microempresas y empresas familiares, facilitando el acceso a la financiación y a las inversiones en su fase inicial y de crecimiento, a la información y asesoramiento sobre el funcionamiento del mercado interior y a la legislación comunitaria. Europa es consciente del problema que supone el acceso a la financiación por parte de las Pymes.

La UE encamina sus acciones a través del instrumento de capital para el crecimiento (ICC) que consiste en fondos que ofrecen financiación de capital-riesgo (los préstamos subordinados y participativos) a empresas en expansión y en fase de crecimiento. La otra acción es el instrumento de garantías de préstamo (IGP) que ofrece contra garantías y garantías directas, cubriendo financiación de deuda mediante préstamos y titulización de carteras de financiación de deuda de Pymes. Todo ello se realizará a través del Fondo Europeo de Inversiones (FEI).

3. LA SITUACIÓN EMPRESARIAL EN EL ENTORNO DE LA MAYOR CRISIS GLOBAL

En el último informe publicado por el Directorio Central de Empresas (DIRCE)¹ sobre las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES), con datos a 1 de enero del 2014, en España había 3.114.361 empresas (ver Tabla 1), siendo PYMES un 99,88% del total (3.110.522).

¹ El Directorio Central de Empresas (DIRCE) es generado por el Instituto Nacional de Estadística desde 1989 y reúne en

Se entiende por Pequeña y Mediana Empresa (PYME) aquella empresa que cuenta con menos de 250 trabajadores y tiene un volumen de negocio inferior a 50 millones de euros o haciendo referencia al balance, éste no sobrepasa los 43 millones de euros. Si nos referimos exclusivamente a pequeñas, los criterios son menos de 50 trabajadores y 10 millones de euros en cuanto a volumen de negocio y balance.

Tabla 1. PYMES en España y en la UE-28

	PYME (0-249)	GRAN EMPRESA (>249)	TOTAL
ESPAÑA - Nº Empresas	3.110.522	3.839	3.114.361
ESPAÑA - %	99,9	0,1	100
UE-28%	99,8	0,2	100

Fuente: INE, DIRCE 2014

Si se relaciona el conjunto de PYMES dentro de la UE, se observa una total consonancia del tejido empresarial español con la UE en cuanto al porcentaje de PYMES.

De acuerdo con los últimos datos ofrecidos por el Fondo Monetario Internacional la crisis financiera ha dejado 2,2 billones de dólares de pérdidas a nivel mundial, con lo supone una crisis de recursos que se está alargando en el tiempo hasta el 2014.

Los indicadores económicos de la economía española se han visto afectados en toda su amplitud (Ortega y Peñalosa, 2013). A continuación se explica a través de sus gráficos respectivos:

- **Del superávit público al déficit público post subprime y Lehman Brothers**

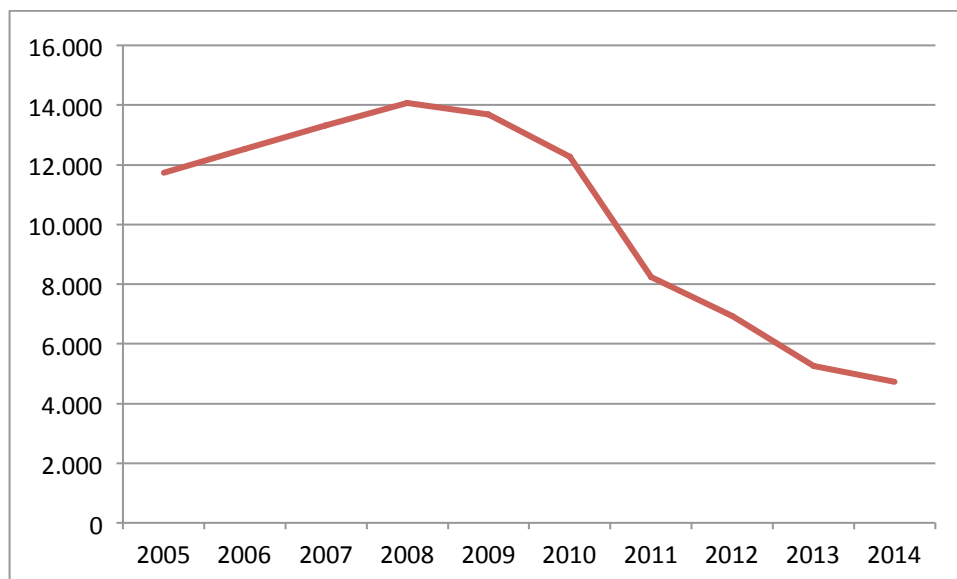
Gráfico 1. La evolución del déficit público en España.



Fuente: Banco de España

- **De inversión real pública creciente a menguante**

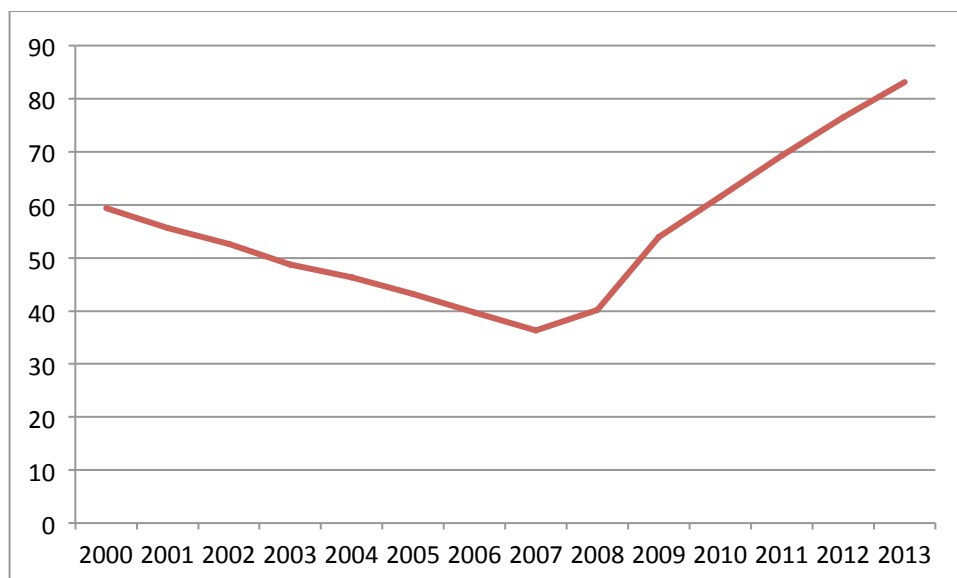
Gráfico 2. La evolución de la inversión real en España



Fuente: Banco de España

- **De bajo a elevado nivel de endeudamiento público**

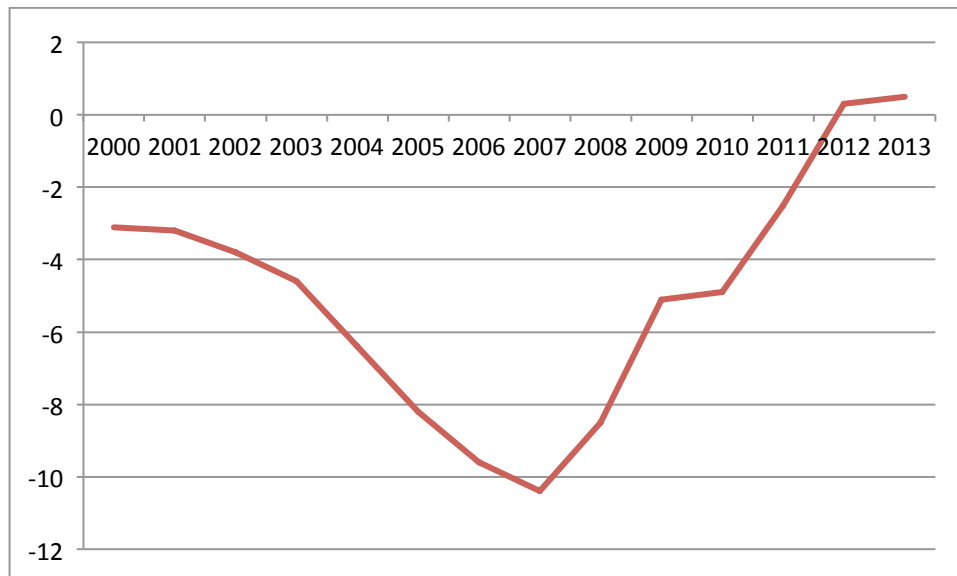
Gráfico 3. La evolución de la Deuda Pública en España



Fuente: Banco de España

- **De déficit a superávit comercial**

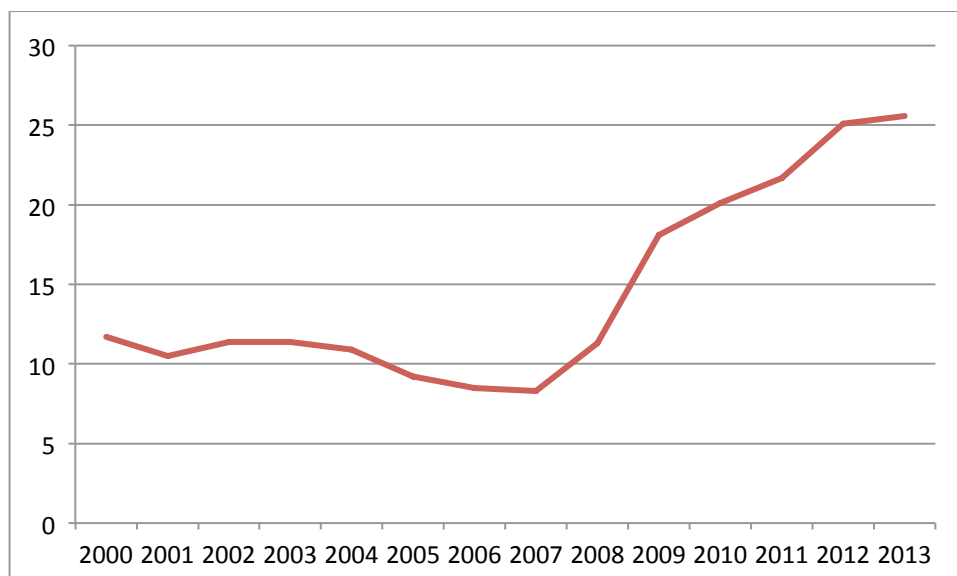
Gráfico 4. La evolución de la balanza comercial/PIB en España



Fuente: Banco de España

- **De sobre-empleo a subempleo**

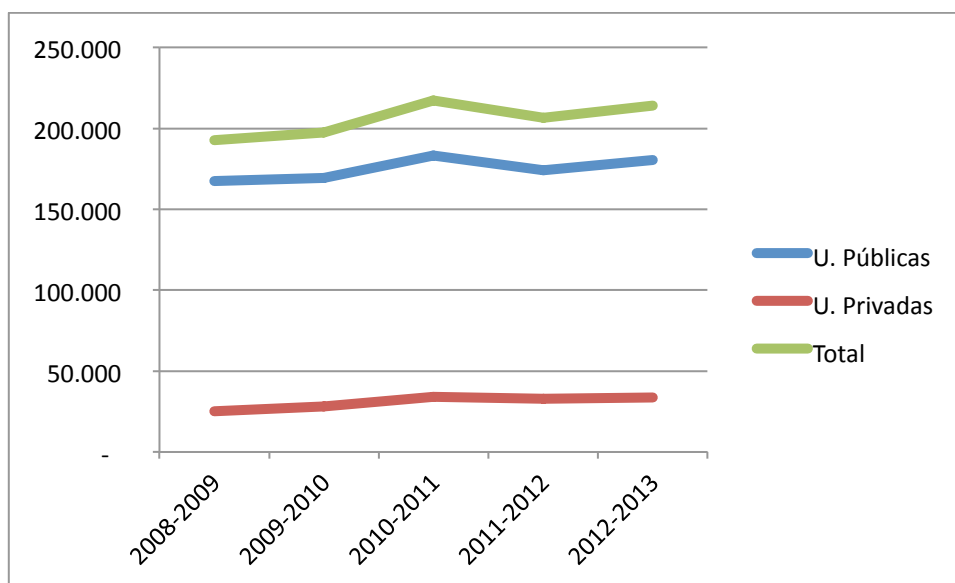
Gráfico 5. La evolución de la tasa de desempleo en España



Fuente: Banco de España

• **De escasez a sobreabundancia de trabajadores cualificados**

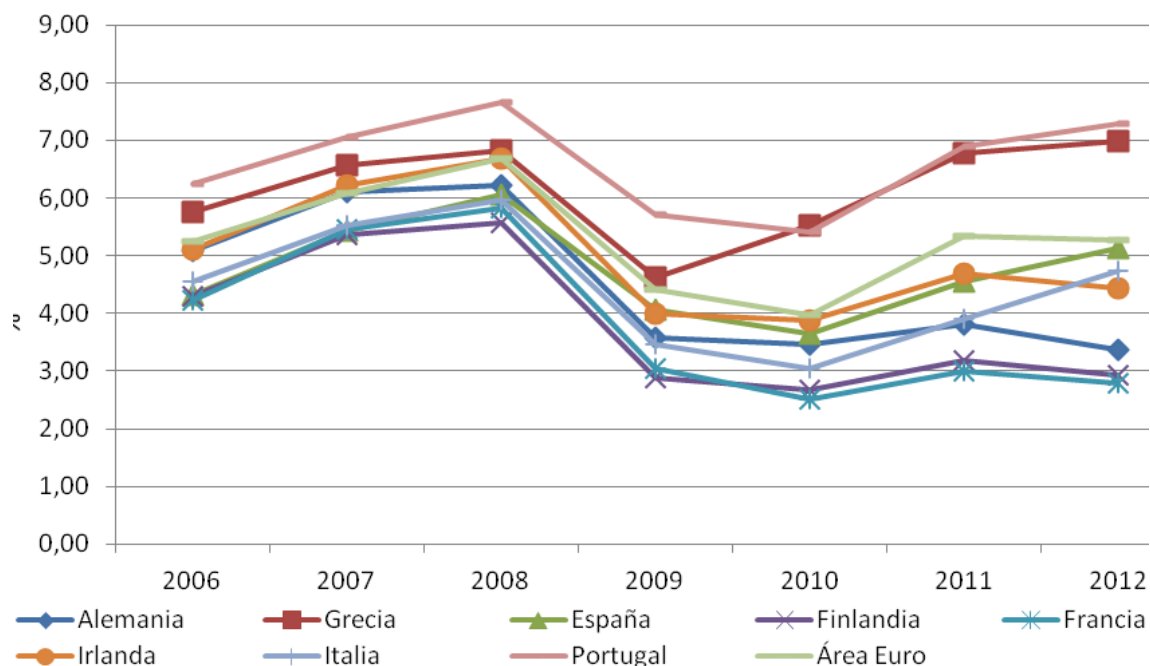
Gráfico 6. Evolución de alumnos universitarios en España.



Fuente: Ministerio de Educación, Cultura y Deporte

• **De financiación privada disponible y barata a no disponible y mucho más cara**

Gráfico 7. Evolución del coste financiero



Fuente: Banco Central Europeo

- **De 0 a 600 puntos de prima de riesgo**

Gráfico 8. Evolución de la prima de riesgo del bono español a 10 años contra el alemán.



Fuente: Bloomberg

La subida de la prima de riesgo ha supuesto un efecto de *crowding out* en la economía española. Es decir, se produce una desviación de la inversión hacia activos financieros públicos con un tipo de interés elevado y avalado por el Estado español, y con una deuda creciente que alcanza en la actualidad prácticamente el 100% del PIB español. Se convierte en una ineficiencia generada por las distintas medidas adoptadas por los países con el objetivo de evitar la hecatombe en los sistemas financieros y con el fin de contener sus efectos en la economía real, manifestando la escasa coordinación internacional y por supuesto, dentro de la Unión Europea (Domech y Blanco, 2013).

- **De banca sólida a banca asistida**

Tabla 2. Ayudas públicas recibidas por las entidades financieras españolas

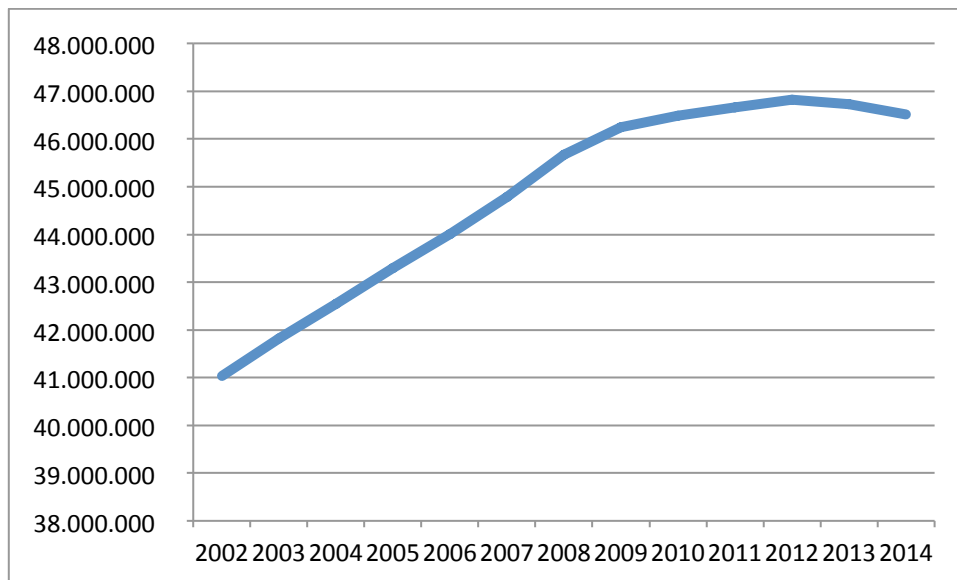
Entidad	Inyección de Capital	Ayudas por Epa	Ayudas por Sareb	Total ayudas públicas
Banca Cívica	977	-	-	977
Banco de Valencia	5.498	1.225	500	7.223
Banco Gallego	245	-	282	527
BFA-Bankia	22.424	-	12.000	34.424
BMN	1.645	-	2.100	3.745
Caja 3	407	-	690	1.097
Cajasur		358	-	358
CAM	5.249	7.249	-	12.498
Catalunya Banc	12.052	-	1.600	13.652
Ceiss	1.129	-	717	1.846
Liberbank+CCM	1.806	4.168	1.000	6.974
NCG Banco	8.981	-	1.300	10.281
Unnim	948	2.709	-	3.657
	61.361	15.709	20.189	97.259

Fuente: Banco de España

Las inyecciones de liquidez se han utilizado para evitar la quiebra de algunas entidades financieras que no han evitado el problema en profundidad. Lo que sí que han supuesto es aumentar la deuda de los estados, encareciendo el coste de financiación

- **De pronunciado crecimiento a descenso demográfico**

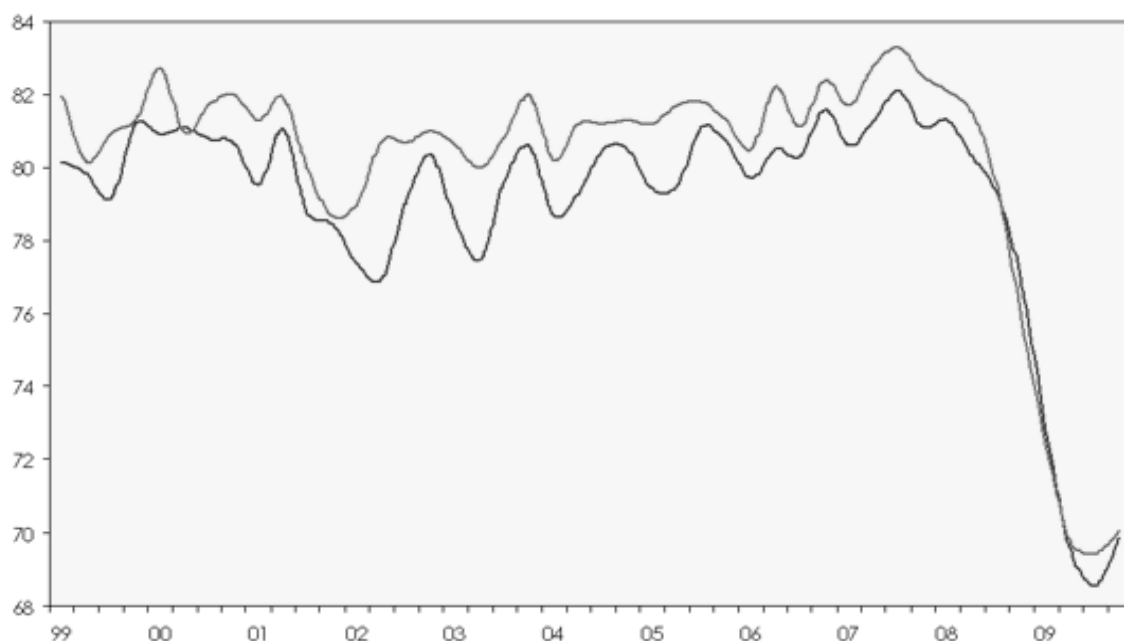
Gráfico 9. Evolución de la población en España desde 2002 hasta 2014



Fuente: INE

- **De déficit de capacidad productiva instalada a exceso de capacidad**

Gráfico 10. Capacidad industrial utilizada desde 1999 hasta 2010

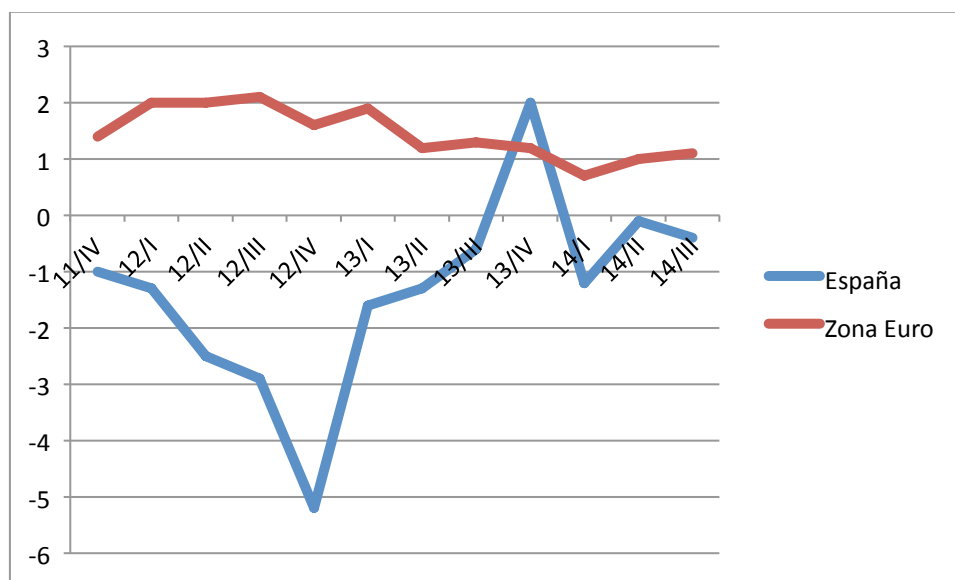


Fuente: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio

En el año 2014 se ha llegado a tasas del 76 por cien, pero por debajo de la UE que tiene una media del 80 por cien de la capacidad productiva instalada y utilizada en el total de la industria.

- **De costes laborales unitarios crecientes 2000-2009 (crecimiento salarial nominal por encima de las mejoras en productividad) a decrecientes 2009-2013 y por debajo de la zona Euro.**

Gráfico 11. Evolución de los costes laborales unitarios desde 2011 hasta 2014



Fuente: Banco de España.

Los desequilibrios que se han generado en estos últimos años han supuesto la creación de nuevas estrategias en todos los sectores empresariales. Uno de los más importantes caminos que debe ser impulsado por todos los agentes económicos es el aumento de la inversión por parte de las empresas y la generación del empleo. Para ello es necesario dotar de financiación a los proyectos de inversión, a las empresas y a los sectores económicos con mayor capacidad de crecimiento.

En España se observa que la PYME es la tipología de empresa que aporta la mayor parte del Valor Añadido a la economía, por encima de 7 puntos porcentuales que la media de la UE, siendo una de las causas fundamentales en la propia distribución sectorial de la PYME en España, ya que se registra una mayor concentración de PYME en los sectores cuyas empresas suelen ser de menor tamaño, tales como los servicios y el comercio.

Por otro lado, tradicionalmente en España se ha identificado un elevado grado de bancarización en cuanto a las fuentes de financiación de la Pymes, representado por el peso relativo del mercado frente al crédito bancario y que se ha visto disminuido del 30% en 1990 al 20% en 2010, lejos del 30% de Italia, el 45% de Alemania y 55% de Francia (García, 2013). Se muestra un paso claro hacia la reducción de la importancia de la financiación vía mercados frente a la financiación vía entidades de crédito. El *credit crunch* que ha llegado a las pymes españolas se ha visto intensificado por el uso del *carry trade* de la banca española que ha utilizado la política monetaria del Banco Central Europeo (denominada política de barra libre) para comprar deuda pública obteniendo rentabilidades a través de los diferenciales de interés entre las facilidades permanentes

y la subastas de liquidez del BCE y los tipos de interés de la deuda pública periférica. Este arbitraje a beneficiado a bancos como Sabadell, Popular, Bankinter o Bankia (Alonso y Blázquez, 2014).

Dentro de este proceso de renovación, en este informe se describe uno de los mercados financieros dirigido a la financiación de las PYMES y que ha supuesto un cambio estructural dentro de la financiación del tejido empresarial español. Pero no solo ha supuesto un cambio de instrumentos financieros nuevos sino una nueva visión de la inversión a largo plazo como paso indispensable para el crecimiento y la competitividad de las pequeñas y medianas empresas españolas.

La financiación de las empresas se ha convertido en su segundo mayor problema por debajo de la captación de clientes y por encima de los costes de producción, la disponibilidad del personal cualificado o la regulación normativa.

Las Pymes españolas tienen una clara dependencia de la financiación bancaria, y esta crisis se originó en el sector financiero trasladando sus carencias al resto de agentes del sistema financiero. Esto ha supuesto un descenso de los préstamos en España con respecto al PIB y un encarecimiento de los mismos, además se ha apreciado una disminución en la demanda de la financiación por parte de las Pymes.

De acuerdo con la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en España existe una excesiva dependencia financiera de las pymes con respecto al crédito bancario, ya que sólo el 22% de la financiación empresarial se realiza al margen de los bancos. En Francia se alcanza un 55% y en Alemania un 45%. En el caso de EEUU se observa que el nivel de financiación no-bancaria alcanza un nivel de un 70%.

Las pymes españolas han acudido a las entidades bancarias utilizando los instrumentos financieros como el préstamo, el crédito, el descuento comercial o el *confirming*. También se ha utilizado otras vías de financiación externa como el *factoring*, el *renting* o el *leasing*.

Dentro de la financiación de las Pymes españolas los máximos niveles de ratio Deuda con coste/PIB se alcanzaron en el 2010 con un 144% del PIB, produciéndose un descenso a partir de dicho año y que ha quedado plasmado en el 2013 con un 129% del PIB español. Si se compara con la media europea los niveles están más de 25 puntos porcentuales por encima de la media europea. A partir de ese año se ha producido un desapalancamiento generalizado en todos los sectores (no solo en las construcción y las actividades inmobiliarias) que se ha visto reflejado en un descenso del ratio recursos ajenos/recursos propios entorno a 40 puntos porcentuales llegando niveles en el 2013 del 100% del PIB y siendo su causa ambos factores: un descenso de la deuda (328.000 millones euros) y un aumento de los recursos propio (272.000 millones euros).

La salud financiera de las Pymes en España se manifiesta en el ratio de deuda con costes respecto a los recursos propios de las sociedades no financieras y que se encuentra en un 87,8% con 16 puntos porcentuales superior a la media de la eurozona en el 2013.

De acuerdo con una encuesta realizada sobre el acceso a la financiación de las pymes realizadas por el Instituto Nacional de Estadística en el 2010 y publicada en el 2011, una de cada cuatro empresas no financieras que solicitó un préstamo en 2010 no pudo obtenerlo. Además el 60% de las empresas había considerado que la disposición de los bancos para facilitar la financiación ha empeorado con respecto a 2007.

Una de las soluciones propuestas por el Gobierno español ha sido una línea apoyada por el holding Bolsas y Mercados Españoles (BME) con el objetivo de mejorar la situación financiera y que consiste en una alternativa de financiación basada en el mercado de valores para empresas en expansión. En este trabajo pasamos a describir dicho mercado así como si ha tenido éxito dentro del objetivo de conseguir financiación para las pymes.;

A finales del año 2014 son 21 las empresas cotizadas en el MAB-EE (Empresas en Expansión), destacando en este año tan convulso 2 expulsiones en el mercado, 4 empresas suspendidas de cotización y se han registrado 4 nuevas incorporaciones: NPG Technologies SA, Facephi Biometría SA, Only Apartments y Euroconsult Group. En el momento de su incorporación las nuevas compañías han captado 58 millones de euros de nueva financiación y las empresas ya cotizadas han realizado 12 operaciones de ampliación de capital por valor de casi 95 millones de euros.

4. EL MERCADO ALTERNATIVO DE RENTA FIJA (MARF)

Otro de los mercados financieros creados para las pymes españolas ha sido el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF). El objetivo fundamental de este mercado era ayudar a la emisión de títulos de renta fija a las pymes españolas. Creado en octubre de 2013 y con el rescate bancario de fondo, ha buscado complementar la financiación bancaria con un acceso más fácil y flexible junto a un menor coste. Como el MAB, es un mercado integrado en el holding Bolsas y Mercados Españoles (BME) y se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) Este trabajo no incluye el desarrollo del MARF, pero se puede citar las 13 emisiones realizadas entre bonos y pagarés (Tabla 3) hasta finales del 2014. Se destacan las innovaciones financieras desarrolladas en este mercado: Bonos de Titulización y Project Bonds.

Tabla 3. Emisiones realizadas en el Mercado Alternativo de Renta Fija

TIPO	EMPRESA	IMPORTE	FECHA EMISIÓN	FECHA VENCIMIENTO
BONO	COPASA	50.000.000	19/12/2013	19/12/2018
BONO	TECNOCOM	35.000.000	08/04/2014	08/04/2019
BONO	ORTIZ	50.000.000	03/07/2014	03/07/2019
BONO	EYSA	75.000.000	23/07/2014	23/07/2021
BONO	AUDAX	21.000.000	29/07/2014	29/07/2019
BONO	IM AURIGA PYMES EUR 1	500.000.000	06/10/2014	22/01/2022
BONO	VIARIO A31	47.000.000	25/11/2014	25/11/2024
BONO	COPASA	30.000.000	19/12/2014	19/12/2020
PAGARÉ	ELEC NOR	200.000.000	01/04/2014	01/04/2015
PAGARÉ	TUBACEX	75.000.000	21/05/2014	21/05/2015
PAGARÉ	EUROPAC	50.000.000	18/06/2014	18/06/2015
PAGARÉ	BARCELO	75.000.000	22/10/2014	22/10/2015
PAGARÉ	COPASA	20.000.000	31/10/2014	31/10/2015

Fuente: MARF

El MARF se configura formalmente como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), adaptado a las recientes exigencias de la normativa europea y española, y se desarrolla a través

de una plataforma electrónica de negociación que ofrece transparencia y liquidez, garantiza la mejor ejecución de las órdenes y, con ello, la necesaria protección del inversor. Es un mercado con poco recorrido pero enfocado a los inversores institucionales (la inversión mínima es de 100.000 euros), así que en este caso debería desarrollarse un mercado para la emisión de volúmenes más pequeños y enfocado a inversores minoristas.

5. UNA INTRODUCCIÓN AL MAB-EE

El Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en Expansión (MAB-EE) es una de las secciones existentes dentro del MAB. Se creó en el 2008, aunque empezó a funcionar en el 2009. El MAB inició su andadura en el 2006 centrado en la financiación de las SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable). Un año después se incluyeron las Entidades de Capital Riesgo (ECR). Y después del MAB-EE, en el año 2013 se han incorporado las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión Inmobiliaria (SOCIMI).

Es un mercado promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Actúa bajo un Sistema de Negociación gestionado por la Bolsas y los valores que se coticen pueden ser de la Unión Europea y de Latinoamérica.

CONDICIONES DE ACCESO

- Ser sociedad anónima, española o extranjera, con el capital íntegramente desembolsado, y representado por anotaciones en cuenta.
- Encontrarse activa en la comercialización de productos o servicios.
- Ofrecer la información financiera ajustada al estándar nacional, a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o al US GAAP.
- Suministrar la información requerida por el MAB: información periódica (semestral y anual), informaciones relevantes y de interés para los inversores, participaciones significativas, operaciones realizadas por administradores y directivos, pactos para-sociales, etc.
- Contar con un Asesor Registrado que decide la idoneidad de la empresa para empezar a cotizar en el MAB, evalúa los requerimientos de entrada asesora a la empresa con todos los trámites y dudas que puedan surgir en el proceso de entrada y periodo de pertenencia al mercado. Sirve también de enlace con el MAB, aportando al mercado respuestas sobre el emisor, su actividad y el grado de cumplimiento de los requisitos estipulados.
- Contratar un Proveedor de Liquidez. El proveedor de liquidez se convertirá en un intermediario para facilitar la negociación, buscando la contrapartida necesaria para hacer lo más eficiente posible la formación del precio de sus acciones.

¿Qué costes tienen las empresas que quieren salir al MAB?

- Comisión de dirección, aseguramiento y colocación, en su caso.
- Gastos de publicidad y asesoría legal, en su caso.
- Costes del Asesor Registrado.
- Costes del Proveedor de Liquidez.

El coste de la oferta está en un rango entre el 8% y el 12% del efectivo de la misma siendo los gastos de asesoramiento y los de colocación los más importante. (Corrales y Sánchez, 2012).

6. ACCESO AL MAB-EE

Se puede dividir el acceso al MAB en cuatro fases diferenciadas como se muestra en el siguiente gráfico:

Gráfico 12. Fases de Acceso al Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en Expansión.



Fuente: MAB

1) Fase de decisión:

- Se adoptan los acuerdos sociales para incorporarse al mercado
- Se efectúa la *due diligence*
- Se diseña la operación
- Se designa un Asesor Registrado que le asiste en el proceso

2) Presentación de la solicitud de incorporación ante el MAB

- Se aporta la documentación acreditativa del cumplimiento de los requisitos de incorporación
- Se entrega el Documento Informativo de Incorporación al MAB (DIM) con información detallada de la compañía, del negocio y las perspectivas.

3) Trámite de la solicitud por el MAB

- Se evalúa la solicitud por el MAB.
- Se emite la resolución y se comunica a la empresa solicitante.

4) Incorporación de la empresa al MAB (caso favorable)

- Se publica en el Boletín de Cotización.
- Se asigna un Código SIBE.
- Se incluye a la empresa en el Registro de Anotación en Cuenta

En la tabla 4 se muestra las compañías que han solicitado su admisión al MAB, junto con la fecha de salida del valor a cotización y la fecha de constitución así como el sector al cual pertenecen. Se muestra claramente por los sectores implicados una diferenciación del mercado continuo español. No aparecen empresas del sector del petróleo ni la energía, tampoco de la construcción, ni textil, inmobiliarias o seguros. Son empresas de alto componente tecnológico, cercanas a un desarrollo sostenible e intensivas en capital.

Tabla 4. Empresas del MAB

NOMBRE DE LA COMPAÑÍA	FECHA DE SALIDA - FECHA DE CONSTITUCIÓN	SECTOR
ZINKIA ENTERTAINMENT SA Suspendida de cotización el 26/02/2014 Concurso desde 16/07/2014	16/07/2009-27/04/2000	Servicios. Actividades de producción cinematográfica, de video y de programas de televisión
IMAGINARIUM SA	01/12/2009-07/10/1992	Comercio minorista. Venta juguetes y productos para la infancia.
LET'S GOWEX SA Suspendida de cotización el 03/07/2014	12/03/2010-29/06/1999	Tecnológico. Internet y telecomunicaciones
MEDCOMTECH SA	25/03/2010-23/05/2001	Biotecnología / Productos farmacéuticos: distribución de instrumental y material médico
NEGOCIO & ESTILO DE VIDA SA Expulsada el 6/03/2014 Disuelta desde el 02/10/2014	14/06/2010-22/02/2006	Medios de comunicación. Servicios audiovisuales, creación y producción de contenidos y comunicación y marketing.
BODACLICK SA Suspendida de cotización el 17/02/2014 Disuelta desde el 23/07/2014	30/06/2010-14/03/2000	Organización bodas
NEURON BIOPHARMA SA	01/07/2010-19/12/2005	Biotecnología y productos farmacéuticos y agroalimentaria.
AB BIOTICS SA	20/07/2010-23/04/2004	Biotecnología: salud
GRUPO NOSTRUM RNL SA Expulsada el 6/03/2014 Disuelta desde el 04/06/2013	10/11/2010-21/04/1989	Medios de comunicación. Servicios audiovisuales, creación y producción de contenidos y comunicación y marketing digital.
ALTIA CONSULTORES SA	01/12/2010-17/03/1994	Consultoría informática y soluciones TIC
EURONA WIRELESS TELECOM SA	15/12/2010-18/03/2003	Tecnológico. Telecomunicaciones inalámbricas
COMMCENTER SA	30/12/2010-22/01/1998	Comercio minorista. Equipos de telecomunicaciones en establecimientos especializados.
EUROESPES SA	16/02/2011-01/02/1991	Biotecnología y productos farmacéuticos

CATENON SA	06/06/2011-04/02/2000	Tecnológico: búsqueda global de profesionales vía web
LUMAR NATURAL SEAFOOD SA	06/07/2011-13/01/2003	Bienes de consumo. Comercio al por mayor de pescados y mariscos.
SECUOYA GRUPO DE COMUNICACIÓN SA	02/07/2011-11/12/2007	Medios de comunicación. Servicios audiovisuales, creación y producción de contenidos y comunicación y marketing.
GRIÑO ECOLOGIC SA	29/07/2011-09/06/2003	Industria. Tratamiento de residuos
BIONATURIS SA	26/01/2012-15/03/2005	Sector farmacéutico y veterinario
CARBURES EUROPE SA Suspendida de cotización el 08/10/2014	23/03/2012-28/11/2002	Industria: ingeniería y fabricación fibra de carbono y de vidrio
MASMOVIL IBERCOM SA	30/03/2012-12/11/1997	Tecnológico: telecomunicaciones inalámbricas y de programación informática.
VOUSSE CORP SA (SUAVITAS SA)	12/04/2012-18/06/2003	Servicios. Clínicas médico estéticas
1NKEMIA IUCT GROUP SA	21/12/2012-04/10/2010	Industria farmacéutica, química y biotecnológica
EBBIOS ENERGY (BULGARIA)	05/07/2013-07/01/2011	Industria gasificación de residuos
NPG TECHNOLOGY SA	22/04/2014-07/11/2001	Tecnológico. Fabricación y producción de productos de telecomunicaciones, electrónica e informática.
FACEPHI BIOMETRÍA SA	01/07/2014-26/09/2012	Tecnológico. Software de biometría por reconocimiento facial
ONLY APARTMENTS SA	28/07/2014-20/12/2006	Servicios. Empresa de e-commerce especialista en alquiler de apartamentos.
EUROCONSULT GROUP SA	05/11/2014-27/04/1984	Industria: consultoría en ingeniería civil y edificación

Fuente: MAB

Se puede observar por sectores de actividad que las empresas que han acudido al MAB se centran en actividades jóvenes, con un intensivo componente tecnológico. La biotecnología es el sector que más empresas ocupa, concretamente 6 empresas de toda la historia del MAB. En segunda posición el sector

Tecnológico abarca 5 empresas, al igual que el sector Industria con otras 5 empresas, y un conjunto de sectores como la producción cinematográfica, juguetes, clínicas médico estéticas, comercio de pescados o los medios de comunicación. Todos ellos innovadores y con una perspectiva de crecimiento internacional muy elevada.

La edad media de las empresas cotizadas en el MAB ha sido de poco más de 10 años entre la fecha de constitución de la sociedad y la fecha de salida al MAB-EE. Si se analiza la media entre el sector de biotecnología y farmacéutico (6 empresas), la edad se reduce a 8 años y si no se considera a EUROESPES con más de 21 años, la edad media se reduce a 4 años. Son empresas jóvenes con alto poder de crecimiento.

Este informe está basado en la información correspondiente a las 27 empresas que han cotizado en el MAB desde su creación en el 2008 hasta finales del 2014. El MAB comenzó su andadura un año después con las dos primeras empresas admitidas a cotización: IMAGINARIUM S.A. y ZINKIA ENTERTAINMENT S.A. y, hasta el 2014, se ha expulsado a dos empresas y se ha suspendido de cotización a cuatro empresas por diferentes motivos y deja el mercado con 21 empresas a final de año (Tabla 5).

Tabla 5. Empresas que cotizan en el MAB desde el 2009 hasta el 2014

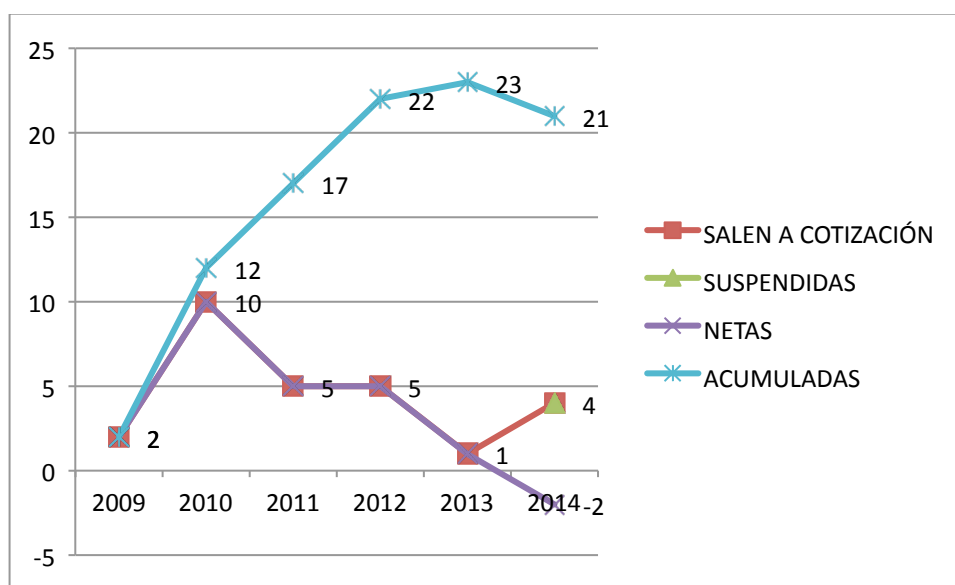
AÑO	SALEN A COTIZACIÓN	EXPULSADAS	SUSPENDIDAS	NETAS	ACUMULADAS
2009	2	-	-	2	2
2010	10	-	-	10	12
2011	5	-	-	5	17
2012	5	-	-	5	22
2013	1	-	-	1	23
2014	4	2	4	-2	21

Fuente: elaboración propia a partir del MAB

Se muestra una trayectoria irregular respecto al número de empresas, la experiencia positiva de las dos primeras salidas al mercado en el 2009 sirvió de catapulta en el 2010, siendo el año con mayor número de empresas que salieron a cotizar en el MAB-EE como se observa en el Gráfico 1. A partir de ese momento el crecimiento ha sido discreto, uniéndose los malos resultados de empresas como Zinkia, Bodaclick, Nostrum o Negocio. Parecía que esto iba a cambiar a partir del 2013, sobre todo cuando con el crecimiento del MAB producido en el primer semestre del 2014, con un aumento de la capitalización basado sobre todo en el valor de Carbures.

Si se incorpora el neto, en el 2014 se producen dos expulsiones del MAB (NEGOCIO & ESTILO DE VIDA S.A. y GRUPO NOSTRUM RNL S.A) junto a las cuatro suspensiones de cotización (ZINKIA, GOWEX, BODACLICK Y CARBURES), haciendo reseñable un neto negativo anual por primera vez en el mercado.

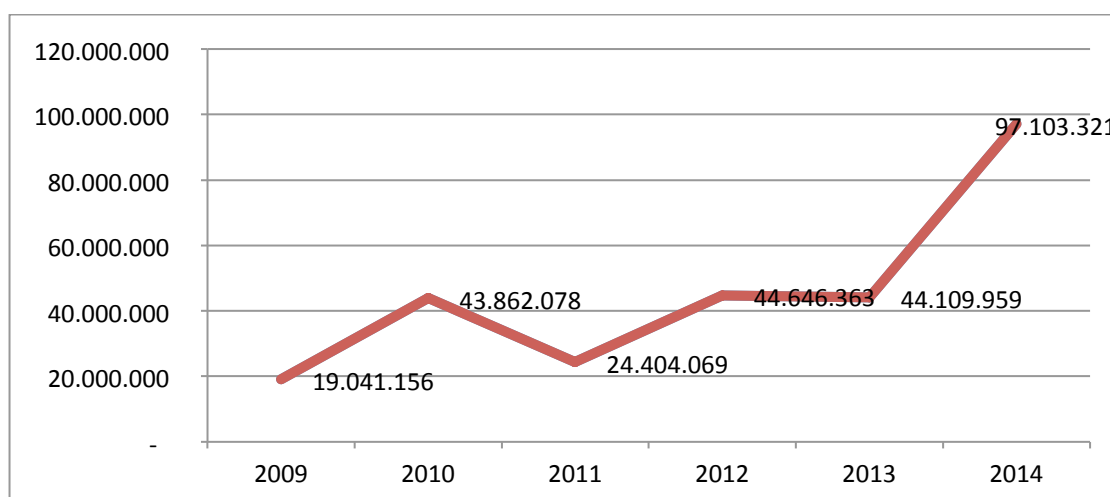
Gráfico 13. Número de empresas en el MAB desde su creación



Fuente: elaboración propia a partir del MAB

Como se observa en el gráfico 14, el 2014 fue el año donde más fondos se han captado en el MAB desde su creación, pero hay que resaltar que de los 97 millones de euros Gowex obtuvo más de 30 millones, una empresa que falseado las cuentas de los últimos cinco años.

Gráfico 14. Evolución de la captación de fondos en el MAB



Fuente: Elaboración propia a partir del MAB.

¿El valor de mercado de las compañías refleja el valor contable? Con datos del 31 de octubre del 2014, prácticamente el valor de mercado era tres veces el valor en libros, 648 millones frente a los 219 millones de euros. Con solo dos valores por debajo del valor contable: NEUROS BIO con un ratio de 0,61 (Capitalización/Valor Contable) y EUROESPES con 0,99. Por el contrario FACEPHI, BIONATURIS y SECOUYA ofrecían ratios de 48, 20 y 10, respectivamente.

En términos de rentabilidad, el MAB ha crecido un 88,29% respecto a su inicio en 2009, mucho mejor que el IBEX 35, que solo se ha revalorizado un 8,76%. Y los índices de correlación entre ambos valores muestran valores cercanos a cero, es decir, no existe una relación significativa entre las dos series de precios, con lo que se concluye que el MAB es independiente del IBEX 35.

Otro detalle a tener en cuenta del MAB es el grado de cumplimiento que se está produciendo de la Cifra de Negocios, el EBITDA y el beneficio neto ya que teóricamente el mercado debería estar en consonancia con los grados de realización de los resultados conseguidos por las empresas respecto a las variables anteriores. En el análisis del grado de cumplimiento (Observatorio MAB, 2014)² realizado por el propio MAB y que compara las proyecciones estimadas por las compañías en sus Planes de Negocio con las cifras realmente alcanzadas (datos primordiales para los inversores) resulta reseñable que ninguna de las empresas analizadas para el 2014 alcanzarían las proyecciones estimadas en las tres variables centrales (Cifra de Negocios, Ebitda y Resultado Neto).

Por último, como se observa en el Gráfico

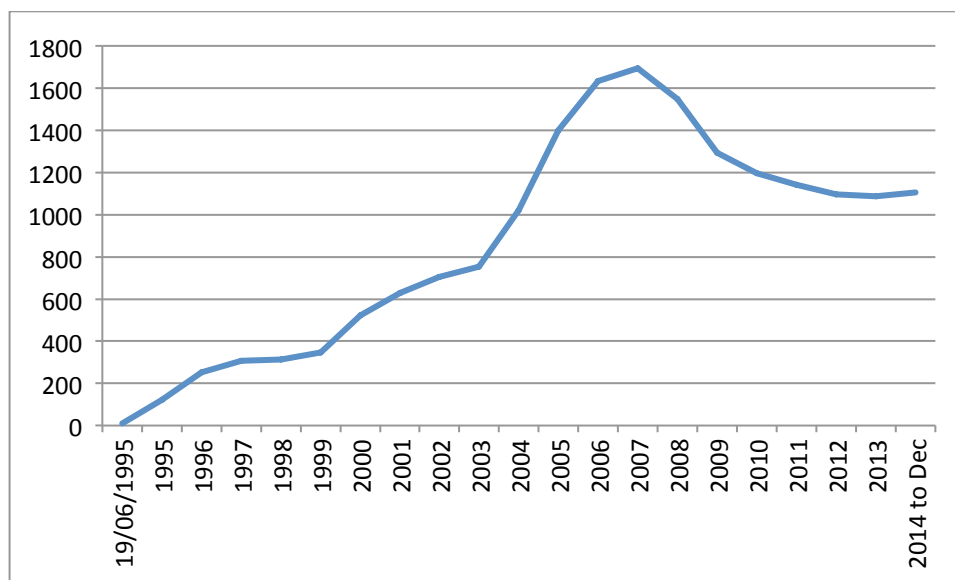
7. COMPARACIÓN INTERNACIONAL: EL AIM BRITÁNICO

Si se compara el MAB español con otros mercados alternativos bursátiles, en origen todos se han convertido en una opción para conseguir financiación pero el desarrollo en empresas en el caso español no ha tenido la profundidad adecuada.

El mercado de referencia es el británico Alternative International Markets (AIM) que se creó el 19 de junio de 1996 con 10 empresas y que a finales del 2014 contaba con 1.104 empresas (Gráfico 15) y alcanzando un valor de mercado de 71.414 millones de libras esterlinas. Se observa como el máximo se alcanza en el 2007 con 1.694 empresas y más de 97.000 millones de libras de valor de mercado.

² Observatorio Mercado Alternativo Bursátil: Análisis del Primer Semestre 2014.

Gráfico 15. Evolución del número de empresas en el AIM británico.



Fuente: London Stock Exchange Group

Otros mercados alternativos son el Entry Standard alemán con más de 190 empresas y una capitalización de más de 24.000 millones de euros o el Alternext (Cano, 2008) que aglutina a compañías belgas, holandesas, portuguesas y francesas y que alcanza los 8.000 millones de euros en capitalización y más de 180 empresas, con datos del 2014.

8. DESCONOCIMIENTO DEL MAB: UNA BARRERA DEL MERCADO

Uno de los problemas fundamentales del MAB es que la mayoría de posibles empresas que pueden acceder a esta financiación desconocen la existencia de dicho mercado. Según el estudio realizado por Gómez-Guillamón et al. (2014), el 59,2% de las empresas encuestadas (477) desconoce que existe el MAB. A este desconocimiento se une otro hándicap, las empresas que quieran acceder al MAB deben ser sociedades anónimas.

Con datos del 2013 del Ministerio de Industria, Energía y Turismo, del total de 3.114.361 empresas españolas, 91.993 eran sociedades anónimas, es decir, un 3 por cien que hace reducir más aún el espectro de posibilidades de financiación de las pymes.

9. EL MAB EN POSITIVO

- Es una vía para el crecimiento de las empresas a través de la captación de recursos propios utilizando ampliaciones de capital
- Existe una valoración continua basada en la oferta y la demanda
- Se pueden llevar a cabo proyectos de inversión más ambiciosos
- Permite el acceso a una amplia comunidad inversora: nacionales e internacionales; institucionales y minoristas.
- Existe una mayor profesionalización de la gestión: propiedad y gestores.
- Se incrementa la liquidez, llegando a contar el MAB con “Proveedores de liquidez” que ofrecen posiciones de compra y venta.
- Se produce una valoración objetiva de la empresa en el mercado que deben incorporar las expectativas de crecimiento y beneficios.
- Al cotizar en un mercado que nace del holding Bolsas y Mercados Españoles (BME) la empresa recibe notoriedad, prestigio e imagen de marca, mayor presencia en los medios de comunicación.

10. LA CARA NEGATIVA DEL MAB

- Se pierde parte del control de la empresa al realizar las ampliaciones de capital y diluirse el poder de los antiguos accionistas.
- Los mercados no son eficientes y muchas veces el precio de la acción es propio de la especulación y el valor de la empresa no corresponde con las expectativas de crecimiento y beneficios.
- Como se ha observado, la escasa transparencia de algunas empresas (Gowex o Carbures) ha servido para que algunas empresas del MAB llegaran a solicitar su salida del mismo dejando en evidencia de nuevo el papel de los supervisores (CNMV). La notoriedad y prestigio teórico se ha puesto en entredicho.
- El alto riesgo y la juventud de las empresas del MAB ha derivado en una escasa liquidez y poca profundidad, con volúmenes de contratación escasos, escaso interés por parte de las empresas y el reducido número de inversores (Araneta et al., 2013). Los inversores no quieren un valor ilíquido y sin revalorización.
- Se ha demostrado que ciertas empresas no han gestionado correctamente la información ni explicado eficientemente los datos financieros y la evolución de la empresa (Facephi, Ebioss, Carbures).
- Existe un temor de los propietarios de las empresas no cotizadas en el MAB a solicitar su salida a la cotización y que la compañía pierda valor por causas ajenas a la propia gestión de la empresa.
- El caso Gowex y el descenso de la confianza en el control de las Compañías ha afectado al conjunto de las compañías solo por el mero hecho de cotizar en el MAB. De la misma manera que la subida que se

produjo en el primer semestre del año 2014 se trasladó al conjunto de valores por contagio sin tener en cuenta ni planes de inversión, ni cifras de negocio, ni beneficios alcanzados.

11. COMPARATIVA CON EL CROWDFUNDING

Haciendo una comparativa con otra fuente de financiación para las empresas españolas que se está desarrollando intensamente en los últimos tres años, se ha tomado como referencia el *crowdfunding*. Según un estudio realizado por la Universidad de Cambridge en colaboración con la Asociación Española de *Crowdfunding* publicado por la web universocrowdfunding.com, en el 2014 se han aportado 62 millones de euros a proyectos españoles y que supone un aumento del 114% respecto al 2013 (29 millones de euros) y con 10 millones en el 2012. El tipo de *crowdfunding* que ha registrado un mayor aumento es el denominado *crowdlending*, o préstamos entre particulares y empresas a cambio de un tipo de interés o de una oferta dentro de la empresa que pide financiación. Con un montante de 13,7 millones en 2014, se ha producido un aumento del 363 % con respecto a 2013, cuando se registraron 2,8 millones de euros, una cifra también muy superior a los 0,6 de 2012.

Otra modalidad que ha registrado un elevado incremento, del 234 %, es el *equity crowdfunding*, consistente en la participación en el capital de una empresa por parte de múltiples socios que conforman el capital. En 2014 se alcanzaron los 10,5 millones, mientras en 2013 se llegó a los 6,2 y en 2012 a 1,2 millones. Y la modalidad de *crowdfunding* con un menor incremento ha sido la de las donaciones, con un aumento del 71 % con respecto a 2013, ya que en 2014 se alcanzaron los 0,8 millones, por los 0,6 de 2013, o los 0,3 de 2012.

En total, durante los años 2012, 2013 y 2014, en España se han financiado proyectos vía *crowdfunding* por valor de 101 millones de euros.

12. EL FUTURO DEL MAB

Parece que es un mercado necesario pero mal diseñado en cuanto a supervisión y control. La cuestión es si podemos abrir dicho mercado más allá de las sociedades anónimas o de inversores institucionales. La cuestión es si podemos incorporar una supervisión real y efectiva más allá de las auditorías pertinentes.

Si se considera el MAB como otra fuente de recursos para las empresas con una estrategia de expansión, nuevos e innovadores proyectos de inversión, y que contribuye a disminuir la tendencia de disminución del endeudamiento de las empresas, como herramienta de financiación resulta muy útil sobre todo para las empresas que quieren crecer a través de recursos propios, con una intención de aumentar la base accionarial y diversificar sus fuentes de financiación.

El problema es que una vez la empresa se encuentra cotizada en el mercado está a merced de las fuerzas de oferta y demanda bajo un componente muy especulativo. Resulta paradójico que en el primer año de crecimiento sostenido del PIB en España, tras 5 años de crisis (2009-2013) es cuando se produce un deterioro del MAB plasmado en el caso Gowex y Carbures. Un año donde el índice MAB había alcanzado un nivel del 400% de crecimiento para después caer un y que había servido para que se comenzará a estudiar la

posibilidad por parte del Gobierno Español de la entrada de empresas del MAB en el Mercado Continuo, como motor impulsor del propio MAB.

El caso Gowex hizo que varias empresas del MAB solicitaran salir de este mercado para integrarse al Mercado Continuo (Masmovil, Ebioss, Euronova y Carbures) y además cobraron importancia los fracasos de aquellas empresas que dejaron de cotizar en el MAB como Zinkia, Bodaclick, Nostrum, Suávitass y Negocio.

El MAB-EE está enfocado hacia proyectos de inversión que requieren tiempo para generar retornos de rentabilidad y cifras de negocio coherentes con el ciclo económico. También son empresas que se basan en proyectos emprendedores con modelos de negocio diferenciados y con un perfil de mercado de valores más arriesgado. El MAB-EE se encuentra en una fase inicial necesitado de impulsos que fortalezcan su mercado, a cambio ha recibido una sacudida que ha demostrado las carencias de control y supervisión necesarias. A pesar de ello, en el 2014 se ha producido nuevas incorporaciones que muestran una opción de futuro y que tienen como objetivo parecerse a los diferentes mercados alternativos mundiales como el AIM o Alternex, y la condición necesaria pasa por una incorporación creciente de empresas con alto potencial tecnológico tanto españolas como extranjeras.

La recuperación de la credibilidad del MAB-EE pasa por incrementar el control por parte de la CNMV, exigir una mayor garantía a las empresas auditoras y a los asesores registrados que controlan la información financiera periódica y por último, evitar de alguna manera, la excesiva sobrevaloración de empresas con alto potencial pero con escasos beneficios de corto plazo. No se puede obviar que dentro del MAB existen empresas innovadoras generadoras de negocio, empleo, inversiones y beneficios.

13. CONCLUSIONES

Se ha observado que el MAB es un mercado que facilita financiación a las empresas pero por su propia estructura y dinámica lo convierte en un mercado ilíquido por lo menos en los primeros años, ya que se trata de pequeñas empresas en crecimiento, donde la información suele ser escasa o mal gestionada, y además se ha convertido en un mercado especulativo alejado de la eficiencia nacida de la oferta y la demanda.

Como se cita en el estudio del propio Observatorio del Mercado Alternativo Bursátil del Primer Semestre del 2014, "las empresas están sobreviviendo a su cotización". Es decir, lo que en un principio les ha dado financiación a 27 empresas para llevar a cabo sus proyectos de inversión se convierte en un transmisor de volatilidad y pánico. Y no se ha conseguido separar el valor intrínseco de las compañías basado en su propio negocio de los precios que impulsa el mercado.

Se ha demostrado que es un mercado poco desarrollado y que comparativamente con el AIM británico o el Alternex francés no ha madurado, siendo escasas el número de empresas. Otras vías de financiación como el crowdfunding ha conseguido en 2014 más volumen de financiación que el propio MAB para Empresas en Expansión.

El 1 de julio del 2014 una empresa estadounidense (Gothan City Research) publicó un informe sobre Gowex manifestando claramente el falseamiento de las cuentas de la empresa realizado durante cinco años. De nuevo se ha demostrado que los organismos institucionales supervisores como la CNMV o el propio MAB ha

sido incapaz de controlar y supervisar correctamente a las empresas que cotizan en este mercado. Gowex y Carbures suponían el 76% del volumen negociado del MAB en el 2014 casi el 60% de la capitalización bursátil total del MAB.

En definitiva, el MAB no ha dejado de ser una fuente de financiación para un núcleo pequeño de Pymes (27 en total) y que hoy en día, tan solo cuenta con 21 compañías cotizadas, alejado de sus homólogos europeos. El cambio de normativa para acceder al mismo así como facilitar a los inversores de una mejor fiscalidad son pasos necesarios para estabilizar un mercado que camina en la cuerda floja.

BIBLIOGRAFÍA

- Alonso, F., & Blázquez, P. (2014). *Carry trade y credit crunch* en la economía española. *Papeles de Europa*, 26(2), 64-92.
- Araneta, M. A. S., Valle, C. T., & Berenguer, E. (2013). El comportamiento de la liquidez de valores de Pymes en un mercado alternativo bursátil. *Atlantic Review of Economics: Revista Atlántica de Economía*, 2(1), 3-27.
- Cano, D. (2008). El AIM británico y el Alternex francés como referencias para el MAB EE español. *Análisis Financiero Internacional*, 132, 21-29.
- Corrales, E. M. J., & Sánchez, M. J. P. (2012). ¿Cómo es el Mercado Alternativo Bursátil en España?. *Bolsa: Revista mensual de bolsas y mercados españoles*, (193), 64-76.
- Domech, C. D., & Blanco, J. M. M. (2013). Externalidades e ineficiencias originadas por la insuficiente coordinación internacional ante la crisis económica y financiera. *Revista Icade. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, (89), 55-72.
- García, O. (2013). La financiación tradicional de las pymes en España: un análisis en el marco de la Unión Europea.
- Gómez-Guillamón, A. L. D., de Lema, D. G. P., & Garrido, T. M. (2014). El mercado alternativo bursátil: una novedosa oportunidad para las empresas familiares. *Revista de Empresa Familiar*, 4(2), 37-46.
- Ortega, E., & Peñalosa, J. (2013). Algunas reflexiones sobre la economía española tras cinco años de crisis. *Banco de España. Documentos Ocasionales*, (1304).
- <http://www.universocrowdfunding.com/62-millones-de-euros-recaudados-en-espana-en-2014-via-crowdfunding/>

ACERCA DEL AUTOR

José Manuel Guaita es Doctor en Economía por la Universidad Politécnica de Valencia y Especialista en Mercados Financieros Internacionales. Guaita actualmente es Coordinador del Grado de Economía y del Grado de ADE en la Universidad Internacional de Valencia (VIU). Dentro de su experiencia profesional, José Manuel Guaita ha sido responsable del área de mercado de divisas en entidades financieras y ha ejercido como profesor en la Universitat Jaume I en Castellón, en la Universidad Politécnica de Valencia y en la U.N.E.D.

viu | **Universidad**
Internacional
de Valencia

Síguenos en:



www.viu.es