ESTUDIOS

NOVIEMBRE 2020

GUÍA SOBRE MERCADOS COTIZADOS PARA PYMES

Una opción accesible y real de financiación alternativa

fellowfunders CAPITAL MARKETS
BME BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES a SIX company
CEPYME CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA
economistas Consejo General

GUÍA SOBRE MERCADOS COTIZADOS PARA PYMES

Una opción accesible y real de financiación alternativa

Noviembre 2020

AUTORES

Mariano Colmenar. MANAGING PARTNER. FELLOW FUNDERS

Salvador Marín. DIRECTOR. CÁTEDRA EC-CGE

Esther Ortiz. CONSEJO DIRECTIVO EC-CGEE

economistas
Consejo General

EAF asesores financieros

EC economistas contables

fellowfunders
CAPITAL MARKETS

Escribo estas líneas a primeros de octubre de 2020, a sólo unas semanas de cumplir cuatro años como presidente de la CNMV. Cuatro años de mucha actividad en los que siempre he recordado que la prioridad de la institución es la supervisión, pero en los que también han sido relevantes y continuados nuestros esfuerzos en pro de la eficiencia y desarrollo de los mercados financieros españoles.

Durante ellos hemos estado muy activos en la CNMV, por ejemplo, tratando de contribuir a que los bancos, empresas de servicios de inversión y gestoras de fondos con base principal en Londres consideren España, tras el "Brexit", como destino de relocalización de parte de su negocio. Ello, en un contexto político y económico que ha ayudado más bien poco, ha dado algún fruto, pero sobre todo ha sido un acicate para mejorar: un supervisor de valores eficiente y de buen nivel, que entienda cómo funcionan los mercados, es un factor que también valoran las entidades financieras internacionales cuando deciden dónde situar sus bases de operaciones.

Igualmente, hemos hecho un esfuerzo, también en tiempos algo complicados, en nuestra labor de asesoramiento al Ministerio de Economía, haciendo propuestas dirigidas a hacer mejor la regulación, otro de los factores de competitividad de nuestro sistema financiero. En la misma línea, hemos intentado en todo momento que nuestros propios instrumentos normativos –circulares– o cuasi-normativos –guías técnicas– sean sensibles a la necesidad de que el mercado fluya y se desarrolle; y hemos tratado de responder diligentemente las cuestiones o dudas que se nos han planteado y de transmitir criterios al objeto de que las reglas del juego siempre estén suficientemente claras.

Finalmente, otro aspecto importante, que es el que aquí más interesa, de nuestra labor durante estos cuatro años tratando de contribuir al desarrollo y competitividad del mercado de valores español –tanto como decir a la modernización y mejora de la financiación de nuestras empresas– ha sido nuestra labor de divulgación, y frecuentemente de persuasión, para que haya más empresas que se planteen cotizar, ya sea en el mercado regulado, en la bolsa, o en sistemas multilaterales de negociación o mercados alternativos.

Nadie hay más convencido que yo de la conveniencia, como línea de reforma de la economía española, de una economía "más bursátil", de que haya más empresas que coticen, que salgan al mercado. Por ello, valoro de modo extraordinariamente positivo esta magnífica *Guía sobre mercados cotizados para pymes,* auspiciada por el Consejo General de Economistas y de la que son autores **Mariano Colmenar, Salvador Marín** y **Esther Ortiz.**

El fomento de la financiación directa a través de los mercados, que es tanto como tratar de favorecer el crecimiento de estos, debe ser una línea de acción de España como lo es en general de la Unión Europea. Es la razón de ser del proyecto de la "Unión del Mercado de Ca-

BME · FELLOW FUNDERS · EAF · EC · CÁTEDRA EC · CONSEJO GENERAL DE ECONOMISTAS DE ESPAÑA · CEPYME

pitales", impulsado por las instituciones europeas y cuyos orígenes se remontan al año 2015 pero que está en estos momentos en una fase de renovación y relanzamiento animada en parte por factores como la salida del Reino Unido de la Unión Europea o la crisis económica a la que estamos teniendo que hacer frente, causada por la pandemia del Covid 19.

Como parte esencial del empeño, es clave promover mercados de renta variable, en los que se emiten y negocian acciones, que sean potentes y sostenibles a largo plazo y que también resulten atractivos para empresas de carácter familiar o de menor dimensión. Los mercados de renta variable no solo proporcionan fondos propios, reduciendo el riesgo de sobreendeudamiento –en estos momentos de gran actualidad–, sino que son el motor de la financiación de mercado en general. Por motivos de mentalidad o culturales y por la confianza que genera la transparencia, cotizar en bolsa o en un mercado alternativo es casi siempre el primer paso para captar fondos emitiendo bonos u otros instrumentos.

Con carácter general, es beneficioso para la economía que las empresas tengan a su alcance una pluralidad de alternativas de financiación, que puedan diversificar también en el lado financiero de su pasivo. Más fuentes de financiación disponibles, y en particular que exista la posibilidad real de financiación a través del mercado, no sólo de financiación bancaria, implican mejores condiciones, fruto de una mayor competencia, y que las características de la financiación se ajusten en mayor medida a las necesidades específicas de cada compañía. Ello, lógicamente, redunda en mayor eficiencia del sistema y en definitiva en un mayor crecimiento económico.

Pero los beneficios de un "mix" de financiación menos centrado en el canal clásico bancario no terminan ahí. Con él también se favorece la estabilidad financiera y la resiliencia de la economía, ya que la aparición de problemas en alguna de las fuentes de financiación se puede ver más fácilmente compensada o mitigada a través del resto de vías. Es algo que se pudo observar durante la pasada crisis financiera. Economías como la estadounidense, menos dependientes del crédito bancario que la europea, sufrieron menos, en intensidad y en duración, el efecto contractivo derivado de la restricción crediticia bancaria. Y no sólo por la menor dependencia de la financiación bancaria, también porque el mayor acceso a los mercados de capitales pudo sustituir parte de los flujos crediticios perdidos.

"En España debería haber más empresas que se animen a cotizar".

Más empresas cotizadas, en la bolsa o primer mercado o en mercados alternativos, no sólo significa más empresas con más posibilidades y alternativas de financiación, sino más empresas más transparentes; significa más empresas al alcance de los inversores en general, no sólo de grandes inversores o inversores profesionales; significa más empresas con mayor capacidad de crecimiento. Y cotizar es un factor de profesionalización, refuerza el prestigio de la empresa

y la marca y hasta ayuda a atraer y retener talento. Por no mencionar lo que puede representar cotizar –algo compatible con el mantenimiento del control– como modo de diversificación del patrimonio o de facilitar la sucesión de las empresas familiares.

En un mundo como el actual, globalizado, en el que, por mucho que se haya desarrollado el capital privado, los gestores de fondos y otros inversores institucionales buscan invertir en compañías cotizadas, una economía más bursátil, con más empresas en el mercado de valores, implica además por sí misma mayores flujos de inversión.

En todo caso, cotizar en la bolsa, técnicamente como decía el "mercado regulado", exige un tamaño mínimo y en Europa, mucho más en España, abundan las empresas de dimensión reducida. Por ello es especialmente importante que existan alternativas a la cotización en los mercados regulados que en muchos casos puedan representar un primer paso: es el caso de los denominados mercados alternativos, en los que se centra esta Guía, en los que los requisitos de acceso y para el mantenimiento de la cotización son menos exigentes que en el mercado tradicional.

Hay diversos factores que explican el insuficiente nivel de desarrollo de los mercados de renta variable en nuestro país. Entre ellos son también importantes los factores culturales, lo que hace especialmente importante la pedagogía, los esfuerzos por difundir las ventajas e implicaciones de cotizar. Algo que hace ejemplarmente esta Guía sobre mercados cotizados para Pymes a la que doy, como presidente de la CNMV, con agradecimiento, una calurosa bienvenida.

Sebastián Albella Amigo

PRESIDENTE DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)

BME · FELLOW FUNDERS · EAF · EC · CÁTEDRA EC · CONSEJO GENERAL DE ECONOMISTAS DE ESPAÑA · CEPYME

La publicación de esta guía sobre *Los Mercados Cotizados para Pymes: una opción accesible y real de financiación alternativa,* supone una gran satisfacción para el Consejo General de Economistas de España, en cuanto que estamos convencidos de que esta obra constituirá un instrumento de gran utilidad para aumentar el conocimiento y facilitar la actuación eficaz de los profesionales en esta materia.

Históricamente en España, las empresas –particularmente las pymes– han venido recurriendo a fuentes de financiación bancarias para cubrir sus necesidades de financiación. Lo cierto es que, por tradición o por desconocimiento de otras alternativas, las entidades financieras se han convertido, en la mayoría de los casos, en los únicos proveedores de estos servicios para el sector empresarial. Sin embargo, situaciones como la última crisis financiera, en la que se ha agravado el problema de acceso a la financiación bancaria, fundamentalmente para las pymes, así como la internacionalización o el auge de las nuevas tecnologías, han desencadenado el germen de alternativas de financiación como los mercados cotizados para las pymes, las gestoras de fondos o el *crowdfunding*, entre otras.

Estos fenómenos, a nuestro entender, disminuyen el riesgo y la dependencia de las empresas respecto a la banca tradicional, provocando de *facto* una desconcentración de la financiación, y, por ende, un descenso de la prima de riesgo vinculada, a la vez que mejoran su grado de capitalización y competitividad. Tal como hemos manifestado desde el Consejo General de Economistas de España, a través de distintos informes y comunicaciones, resulta fundamental el apoyo a estos mercados secundarios –españoles y europeos– desde las diferentes instituciones, siendo prioritaria la regulación adecuada que permita su crecimiento, profundidad y, en definitiva, su impulso y mantenimiento en el tiempo.

No debemos obviar que la economía española, se caracteriza fundamentalmente por la preponderancia de las pymes respecto a las grandes empresas. Por ello, se hace necesario proveerlas de soluciones prácticas, las cuales puedan dar respuestas a sus problemas endógenos, como puede ser el de la carencia de financiación, más aún en una situación como la presente caracterizada por los efectos virulentos de la COVID-19 en nuestra economía.

El documento que hoy tienen entre sus manos cumple con un triple propósito. En primer lugar supone una oportunidad para que las diferentes administraciones tomen conciencia de las carencias de este tipo de mercados y las futuras políticas públicas incentiven el uso de los mismos por parte de la pyme. En segundo lugar, creemos que puede servir como herramienta de trabajo para los economistas asesores financieros. Habida cuenta de que este tipo de servicios se encuentra en expansión, auguramos que el papel de los economistas será fundamental, sirviendo de apoyo a las pymes en cuanto canal de información especializada.

Por último, de este trabajo se podrán beneficiar los usuarios finales, empresas e inversores. Desde el Consejo General de Economistas de España, dando cumplimiento al fin de servicio social que nos caracteriza, hemos intentado romper la barrera de desinformación empresarial en esta materia para que ello no suponga un obstáculo para su óptimo desarrollo, especialmente para las pymes.

Por último, quisiera agradecer a los autores de esta guía el tiempo y el esfuerzo dedicados a su elaboración. Gracias también a todas las entidades e instituciones que han apoyado esta iniciativa.

Valentín Pich

PRESIDENTE DEL CONSEJO GENERAL DE ECONOMISTAS DE ESPAÑA

Economistas Asesores Financieros es un órgano del Consejo General de Economistas de España que agrupa a las empresas de asesoramiento financiero (EAF) registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Las EAF son conocidas fundamentalmente por su labor de asesoramiento de forma personalizada a inversores, tanto minoristas como profesionales, a la hora de invertir en activos financieros, lo mismo de deuda que de capital.

En este sentido, las EAF juegan un papel importante en la asignación de recursos financieros de ahorradores e inversores hacia las empresas. Por un lado, mediante la financiación a través de instrumentos de deuda, ya sea de modo directo como a través de vehículos de inversión colectiva. Por otro, por la adquisición de acciones y participaciones en el capital, tanto en mercados cotizados como por medio de fondos y sociedades de capital riesgo y de sociedades de participación directa.

El entorno de bajos tipos de interés y de rentabilidades menguantes para las alternativas tradicionales de ahorro bancario, como los depósitos, ha favorecido lentamente la concienciación de que la obtención de rentabilidad va ligada a la desintermediación y a la asunción de riesgo. La aparición de numerosas inversiones alternativas al depósito bancario –desde deuda cotizada a empresas de distinto grado de solvencia, proyectos colectivos de deuda o fondos propios cuyo retorno depende del buen fin de la inversión en proyectos inmobiliarios, de infraestructuras o de negocios empresariales en general– abre un amplio panorama para el ahorrador, no exento de riesgos muchas veces incomprensibles o insospechables para el neófito.

Estas circunstancias hacen cada vez más necesario proveerse de asesoramiento especializado a la hora de invertir el dinero, independientemente del horizonte temporal con el que se cuente. La escasa profundidad y amplitud de muchos mercados de valores les perjudica a la hora de ser tomados en cuenta como alternativas de inversión suficientemente atractivas. Es por este motivo que, cuantas más empresas coticen en un mercado, mayor será la diversidad de sectores económicos, tamaños de empresa y posibilidades de elección, con lo que su atractivo desde el punto de vista del selector de inversiones, del asesor del cliente, mejorará.

Pocos mercados de valores en el mundo se corresponden con la estructura económica y empresarial de un país o región. Es precisamente por esto que es importante atraer a las pymes para que encuentren, en los mercados líquidos, opciones para captar la financiación que necesitan con unos requisitos de información proporcionados pero que salvaguarden la necesaria protección del inversor.

Las EAF también están para asesorar a las empresas, en especial a las pymes, a mejorar su estructura de capital y facilitar la cooperación con los asesores registrados que les ayuden a acudir a dichos mercados financieros. El trabajo bien coordinado de todos generará un círculo virtuoso de oportunidades de inversión y de canalización de recursos que buscan rentabilidad, deseable tanto para la pyme como para el inversor bien asesorado.

David Gassó

PRESIDENTE ECONOMISTAS ASESORES FINANCIEROS-CGEE

INTRODUCCIÓN 15
ANTECEDENTES 17
OBJETIVOS DE ESTA GUÍA 21
RESUMEN EJECUTIVO 21
NECESIDADES Y FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LA PYME EN ESPAÑA 23
LOS MERCADOS DE CAPITALES COMO VÍA DE EXPANSIÓN PARA LAS PYMES 26
LA COMISIÓN EUROPEA COMO IMPULSORA DE LOS MERCADOS ALTERNATIVOS 27
VENTAJAS DE LOS MERCADOS DE CAPITAL COMO VÍA DE FINANCIACIÓN 28
- Obligaciones 29

ENTIDADES EMISORAS: EMPRESAS EN EXPANSIÓN Y SOCIMI 30
PARTICIPACIÓN DE LAS PYMES EN LOS MERCADOS COTIZADOS 32
POSIBLES MERCADOS ALTERNATIVOS PARA LAS PYMES ESPAÑOLAS 34
BME GROWTH 36
EURONEXT 38
- EURONEXT Growth 38
- EURONEXT Access y Access + ... 38

AIM 40
LOS BENEFICIOS DE UN *DUAL LISTING* 41
EL "ASESOR REGISTRADO" 42
- Funciones y cometidos 42
- Requisitos para poder ser asesor registrado 42
- Designación de asesores registrados 43

EL DOCUMENTO INFORMATIVO DE INCORPORACIÓN AL MERCADO (DIIM) 44
EL "PROVEEDOR DE LIQUIDEZ" 45
MODALIDADES DE INCORPORACIÓN AL MERCADO DE VALORES (MERCADO PRIMARIO) 46
COTIZACIÓN Y LIQUIDEZ DE LAS ACCIONES (MERCADO SECUNDARIO) 48
- Liquidación, depósito y registro de valores 48

COSTES DE INCORPORACIÓN AL MERCADO Y MANTENIMIENTO 50
MERCADOS DE DEUDA O RENTA FIJA CORPORATIVA 52
POR QUÉ, CUÁNDO Y CÓMO SACAR A MI PYME A COTIZAR 53
PREPARANDO TU SALIDA AL "PARQUET" 56
CONCLUSIONES GENERALES 58
GLOSARIO 60
BIBLIOGRAFÍA 61
CASOS DE ÉXITO 63
- GIGAS: Apoyándose en el BME Growth para forjar su crecimiento 63
- ANTEVENIO: Euronext como palanca de expansión en Europa 65
- FACEPHI: Dual Listing en Euronext para afianzar su base inversora 67

INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas estamos asistiendo a acontecimientos que han afectado o afectan a la financiación de las pymes, tales como la crisis financiera, la expansión de las nuevas tecnologías, e incluso la crisis sanitaria provocada por el coronavirus.

La obtención de financiación ha estado tradicionalmente condicionada por características propias de los países de origen, idiosincrasia que hoy se ha minimizado con la internacionalización y mayor accesibilidad que nos permiten las nuevas tecnologías en la era de la digitalización. Y por ello, abordar las fuentes de financiación alternativas que tienen a su disposición las pymes españolas nos permite hacerlo de una forma general, habiendo evolucionado desde las formas tradicionales de obtención de financiación empresarial (financiación bancaria) a otras alternativas, de un gran potencial actual y futuro.

"Indisolublemente unida a la obtención de financiación va la revelación de información empresarial, y (…) los requisitos informativos y burocráticos pueden ser una barrera de entrada a ciertos mercados financieros, aunque son un mecanismo de protección y garantía para los inversores".

Indisolublemente unida a la obtención de financiación va la revelación de información empresarial, y, como veremos en esta guía, los requisitos informativos y burocráticos pueden ser una barrera de entrada a ciertos mercados financieros, aunque son un mecanismo de protección y garantía para los inversores. Históricamente en el caso español, las empresas han recurrido principalmente a la financiación bancaria, de manera que la elaboración de información se restringía a la rendición de cuentas, principalmente a la Hacienda Pública, a los propietarios, y a estos principales suministradores de financiación –las entidades financieras–, cumpliendo estrictamente con los requisitos legales al respecto. En nuestro caso, se trata de un ejemplo de un sistema continental legalista. En el lado opuesto nos encontraríamos con los sistemas anglosajones, con una tradición mucho más temprana de financiación a través de mercados de capitales u otras fuentes de financiación alternativas, con una elaboración y publicación de información más amplia, pues tenía el fin de satisfacer las necesidades informativas de los posibles inversores (Nobes y Parker, 1991). Tal es el grado de relación entre financiación y transparencia informativa que la mejor revelación de información reduce la prima por incertidumbre y, por lo tanto, el coste del capital (Botosan, 1997; Sengupta, 1998 y Healy et al., 1999). Los mercados penalizan la falta de información (Admati y Pfleiderer, 2000) porque, como resalta la Teoría de las señales, la falta de noticias es percibida como malas noticias (Lev, 1992).

Las pymes van a poder recurrir a mercados alternativos para financiarse, y no sólo a aquellos que están regulados, en mayor o menor medida, con sus correspondientes organismos su-

pervisores, sino que también a otro tipo de financiación como son el *crowdfunding, fintech,* etc. Por lo tanto, nos podemos encontrar con pymes que no tienen conocimientos profesionales ni experiencia previa en cuanto a inversiones, pero que tienen que enfrentarse a la realidad de otras fuentes de financiación diversas, e incluso no reguladas (De la Vega y Lázaro, 2018).

Ante esta posible diversidad que se plantea a las pymes para obtener recursos financieros, obviando la financiación bancaria tradicional, nos planteamos en esta guía cómo pueden recurrir con garantías a mercados de capitales de diverso tamaño y objetivos, principalmente para obtener financiación, pero también es útil para otros fines, como son explicar cuáles son los principales mercados, o los requisitos necesarios, entre otras cuestiones. Finalmente, se concluye con una serie de casos de éxito que pueden servir de referencia a cualquier pequeña y mediana empresa. De ahí que hayamos estructurado esta guía en una serie de pequeños epígrafes, que recogen ideas fundamentales, dando respuesta a cuestiones específicas que, según nuestra experiencia, se pueden ir planteando al recorrer el camino de la financiación a través de los mercados de capitales. Esperamos que este trabajo se convierta en una guía de referencia tanto para los economistas –que abordamos este ámbito de trabajo en la relación con nuestras pymes– como para cualquier otro interesado en el tema ya que resulta un enfoque novedoso, muy necesario siempre –financiación alternativa y accesible para pymes– y más en el momento de redacción de esta guía en el que a los retos habituales de financiación de las pymes se suma una gran incertidumbre ante los efectos económicos de la crisis sanitaria generada por el coronavirus.

Mariano Colmenar
Fellow Funders

Salvador Marín
Cátedra EC-CGE

Esther Ortiz
Consejo Directivo EC-CGE

ANTECEDENTES

En el último informe anual de la pyme europea publicado por la Comisión (European Commission, 2019a) se destaca la importancia de las pymes en la economía europea: en 2018 el 99,8% del tejido productivo no financiero en la Europa de los 28 eran pymes, generando el 56,4% del valor añadido, y el 66,6% del empleo. Destaca, como una de las principales conclusiones del informe, que las pymes encuentran barreras para conseguir fondos internos y externos, y especialmente cuando pretenden innovar.

"Las dificultades para acceder a la financiación son uno de los principales obstáculos que impiden el crecimiento de las pymes… Estos obstáculos se deben a múltiples causas, algunas cíclicas, y otras estructurales. Las asimetrías de información entre los proveedores y los solicitantes de fondos juegan un papel fundamental. Las pymes dependen en gran medida de los préstamos bancarios para su financiación externa, por lo que deben ponerse a su disposición alternativas adecuadas" (Comisión Europea, 2011).

Si bien se ha avanzado en el camino de diversificación de las fuentes de financiación de una pyme, partiendo de la propia y la externa bancaria, cuando en España nos referimos a los mercados de capitales parece que nos estamos centrando exclusivamente en grandes empresas. La imagen inicial de una empresa cotizada es la de una empresa muy grande, internacionalizada, que incluso cotiza en varios mercados de capitales. Mientras que en los países anglosajones existen muchas empresas de menor dimensión que tradicionalmente han recurrido a los mercados de capitales.

Los acontecimientos de los últimos años han ido reduciendo paulatinamente el peso de la financiación externa bancaria, según los datos de la última y penúltima encuesta trimestral de préstamos bancarios en España del Banco de España (Menéndez, 2020a, 2020b), los criterios para la concesión de esta financiación se endurecieron en el último trimestre de 2019 y también en el primer trimestre de 2020, con lo que el acceso a este tipo de recursos, ya sean empresas de mayor tamaño o pymes, no es fácil. Estos hechos han conllevado que además ha descendido la demanda de préstamo durante los últimos siete trimestres de forma consecutiva, citándose como una de las causas *"el mayor uso de otras fuentes de financiación, interna y externa (valores de renta fija, préstamos de otras instituciones y emisión de acciones"* (Menéndez, 2020a, p. 5), de nuevo para cualquier tipo de empresa, con independencia de su tamaño. Con lo que el recurso al préstamo bancario como vía principal de financiación de la pyme española ha ido dejando paso a otras vías, entre las que destacamos los mercados de capitales.

Si bien, estamos inmersos en una situación extraordinaria –la pandemia provocada por la COVID-19– que está teniendo importantes efectos económicos, y puede alterar estas ten-

dencias sostenidas en el tiempo produciéndose un incremento en las solicitudes de financiación bancaria en el segundo trimestre del año, debido a las necesidades de liquidez de las empresas, que además irá acompañado de una relajación de los criterios de concesión de los créditos a las compañías como consecuencia de los programas de avales públicos y las medidas adoptadas por el Banco Central Europeo (Menéndez, 2020b).

También en los últimos tiempos se han articulado toda una serie de medidas para apoyar a las pymes ante las dificultades que tradicionalmente han tenido para conseguir financiación externa, soportando un sobrecoste por una mayor prima de riesgo. De ahí que se ofrece apoyo para diversificar los instrumentos de financiación, que se pueden utilizar de forma no excluyente, sino complementaria, de manera que una pyme pueda tener un abanico más amplio de opciones a la hora de decidir cómo conseguir recursos financieros en función de sus necesidades y objetivos (Observatoriopyme, 2010).

Así también, se han articulado medidas fiscales de estímulo a las pymes para utilizar mercados alternativos y especificidades para ellas que no supongan un menoscabo de la confianza del inversor (Arce, López y Sanjuan, 2011). A nivel europeo la Comisión destaca en su último informe anual sobre la pyme europea (European Commission, 2019a) que se han adoptado más de 735 medidas en materia de política comunitaria para facilitar el acceso a la financiación a las pymes desde el año 2011. Todos los Estados Miembros dedican fondos a financiar *start-ups* e innovación, también la mayoría ha establecido fondos *business angels* y *venture capital,* y ofrecen subvenciones y capital riesgo para apoyar a las pymes. Fondos para financiar fondos propios y deuda también están presentes en la mayoría de los Estados Miembros, y es de sobra conocido el uso de la microfinanciación (European Commission, 2019a).

Uno de los objetivos de la Comisión Europea para el período 2007-2013 ya era establecer un mercado único europeo de capital riesgo con el objeto de conseguir fondos de capital riesgo más grandes y eficientes, con más posibilidades de especialización por tipo de inversión, mayor competencia entre los fondos y mejor diversificación de sus inversiones y más financiación transfronteriza disponible para las pymes (Comisión Europea, 2011). También se pretendía mejorar el acceso de las pymes a los mercados de capital, introduciendo cambios normativos tales que se redujeran los costes y cargas para las empresas pequeñas pero sin menoscabar la protección de los inversores, a la vez que en octubre de 2011 se propuso en la legislación europea sobre mercados de capital (MiFID) crear el distintivo de pyme en expansión, y simplificar y mejorar las normas de contabilidad para las pymes europeas, con el objeto de establecer un régimen proporcionado de información para ellas (Comisión Europea, 2011).

En 2014 la Comisión Europea propone concretar la adopción de este régimen proporcionado para las pymes dándoles facilidades para cotizar, a través de la Directiva de mercados de instrumentos financieros (MiFID II) de manera que puedan tener acceso a capital cuando tienen una capitalización media menor a 200 millones de euros. Se trata en definitiva de tener en cuenta dentro de la unión de los mercados de capitales las especificidades de las pymes,

para que recurran de forma más frecuente a estos mercados, haciendo que sea más fácil y barato su entrada en los que han denominado *"SME Growth Markets"* como nueva categoría de mercado de negociación dedicado especialmente a los pequeños emisores (European Commission, 2019b).

Y si bien el coronavirus ha distorsionado todas las previsiones que se podían tener de futuro, existen otras actuaciones puestas en marcha recientemente en el seno de la Unión Europea que también van a afectar a las fuentes de recursos financieros de las pymes, y de cualquier otro tipo de empresa. En este sentido podemos resaltar el "Pacto verde europeo" *(Green Deal)* lanzado por la Comisión en diciembre de 2019. Este pacto pretende conseguir que Europa sea el primer continente con efecto neutro sobre el medio ambiente (Comisión Europea, 2019). Lo que directamente implica a las empresas europeas como actores fundamentales, y además a la hora de solicitar financiación se les va a exigir que informen sobre cómo actúan para la consecución de estos objetivos de responsabilidad social y medioambiental, dando aún si cabe más importancia a la revelación de información no financiera empresarial, que ya estaba en el tablero europeo con la posible reforma de la Directiva de información no financiera (Directiva 2014/95/UE).

Es por tanto claro que *"step by step"* algo se está moviendo en el ámbito europeo, y por tanto con efectos en España, con el objeto de dotar de más y mejores instrumentos a los que pueda acceder la pyme para su financiación. Recientemente desde SMEunited (www.smeunited.ue) se ha vuelto a solicitar toda una batería de apoyos financieros para la pyme, donde vuelven a destacar la importancia de la financiación alternativa así como el uso de mercados con instrumentos útiles y de escala adecuada para los intereses de una pyme. En este debate también ha participado activamente la EFAA for SMEs (www.efaa.org) demandando que a la hora de delimitar todos estos nuevos instrumentos así como el acceso a estos mercados es muy necesario contar con la opinión de los profesionales que día a día están codo con codo con las pymes, y estos son sin duda los Economistas, *Small and Medium sized Practitioners* (SMPs) y despachos y firmas de tamaño medio ya que, de lo contrario, sería muy difícil diseñar instrumentos y accesos adecuados realmente útiles para las pymes, así como el acceso a estos mercados, financiación o colaborar en el diseño de instrumentos desde aquellos que no están en el desarrollo diario con las pymes, lo que ha sido una constante en este ámbito tradicionalmente.

OBJETIVOS DE ESTA GUÍA

En esta guía abordamos la opción de financiación a través de mercados de capitales accesibles y propios para la pyme, de manera que además se puede convertir en la clave de su expansión y crecimiento. Para ello la hemos estructurado en toda una serie de epígrafes muy cortos que recogen ideas clave, intentando dar respuesta a todas las cuestiones que se pueden plantear a una pyme cuando decide comenzar a cotizar o acceder en otro tipo de estado a esta financiación. De forma más concreta estos son los objetivos de la guía:

- Concretar cuáles son las **necesidades y fuentes de financiación de la pyme en España** destacando la posibilidad de recurrir a los mercados de capitales, los cuales además pueden suponer una vía para el crecimiento y la expansión de la empresa.
- **Destacar el papel de la Comisión Europea** como impulsora de estos mercados alternativos y de facilidades para que las pymes tengan un acceso más fácil.
- **Subrayar las ventajas** que puede suponer para una pyme acudir a los mercados de capital, así como también las obligaciones.
- **Definir las principales características de las entidades emisoras** en estos mercados, concretamente las empresas en expansión y las SOCIMI.
- Describir cómo es la participación de las pymes en los mercados cotizados y cuáles son los **posibles mercados alternativos** para las pymes españolas, con sus características más importantes: BME Growth, EURONEXT Growth, EURONEXT Access, EURONEXT Access +, AIM.
- Informar sobre los **distintos mercados existentes** para diferentes empresas, de los beneficios que puede reportar un *dual listing,* de la figura del **"asesor registrado",** de lo que es el "documento informativo de incorporación al mercado" y el "proveedor de liquidez".
- Diferenciar entre las distintas **modalidades de incorporación al mercado de valores** y la cotización y liquidez de las acciones, definiendo claramente liquidación, depósito y registro de valores.
- Poner de manifiesto cuáles son los **costes de incorporación** al mercado y los **costes de mantenimiento.**
- Señalar las **principales características de los mercados** de deuda o renta fija corporativa.
- Contestar a **por qué, cuándo, y cómo sacar a mi pyme a cotizar,** y qué tengo que hacer para preparar mi salida al *parquet*.

Después de conocer estos puntos esenciales una pyme puede plantearse recurrir a mercados cotizados, que no sólo le proporcionarán financiación, sino posibilidades de más crecimiento y expansión, lo que ilustramos con tres casos de éxito al final de esta guía: el de GIGAS, ANTEVENIO, y FACEPHI.

RESUMEN EJECUTIVO

LA RELEVANCIA DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS DENTRO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA ES INCUESTIONABLE

- Las pymes españolas representan más del 99% del universo empresarial de nuestro país y, según los datos del informe *Fact Sheet* de 2018 elaborado por la Comisión Europea, este segmento empresarial genera el 62,2% del valor añadido total, por encima del 56,8% de media en la UE.
- También representa el 72,4% del empleo, muy por encima del 66,4% de la media comunitaria.
- En 2018, las pymes españolas crearon 340.000 puestos de trabajo, lo que supone el 53% de la afiliación generada durante el año y, según el Informe CEPYME-Randstad, se estima que las pymes "contribuirán con cerca de 973.500 nuevas afiliaciones al crecimiento total del empleo durante los próximos 5 años".

LOS MERCADOS ALTERNATIVOS SON MERCADOS NO REGULADOS, VÁLIDOS PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN O PARA SOCIMI (REITS EN EL ARGOT ANGLOSAJÓN)

- Sus requerimientos administrativos y los costes de incorporación y mantenimiento en el mercado son sustancialmente menores que los de los grandes mercados tradicionales y ello los convierte en una buena alternativa a la financiación bancaria para financiar los planes de expansión de las pymes de nuestro país.
- Además de su aportación como fuente de financiación, la incorporación de una empresa a un mercado aporta notoriedad e imagen ante sus principales grupos de interés (empleados, accionistas, clientes, proveedores, o financiadores, entre otros) al mismo tiempo que conlleva una mejora en sus procesos, organización y gobierno corporativo.
- Permite a la empresa utilizar sus acciones como moneda para posibles operaciones corporativas y para remunerar a sus ejecutivos y empleados.
- Además, también da la opción de vender a aquellos accionistas que deseen monetizar sus participaciones en la empresa.

MERCADOS ALTERNATIVOS EUROPEOS ELEGIBLES PARA EMPRESAS ESPAÑOLAS

En esta guía se analizan en detalle los principales mercados alternativos europeos elegibles para las empresas españolas, con especial énfasis en el **Mercado Alternativo Bursátil (MAB),** que en 2020 ha conseguido la categoria de SME Growth Market y ha pasado a denominarse

BME Growth, y en los tramos 'junior' de **Euronext** *(Access, Access + y Growth)* con presencia en seis países como se puede comprobar en la ilustración 9. La elección de cotizar en uno u otro mercado dependerá de la estrategia de la compañía. Para aquellas empresas de nacionalidad española en fase de crecimiento, dentro o fuera de España, seguramente el mercado más idóneo sea el BME Growth. Si, por el contrario, la estrategia de la empresa está focalizada principalmente en el mercado europeo y busca una base inversora y red de interlocutores más internacional, Euronext sería una opción para cubrir sus necesidades.

La mayor diversidad de fuentes de financiación y la aparición de los fondos de capital privado como aportadores de capital y talento a las empresas han reducido los periodos medios de vida en manos de su fundador. Hace tan sólo unas décadas las empresas se concebían como "centros económicos familiares" multigeneracionales. Sin embargo, en la actualidad, las nuevas generaciones están más abiertas a incorporar nuevos accionistas para apoyar sus planes de crecimiento y no dudan en monetizar parte o toda su inversión si aparece una buena oportunidad. Dentro de este entorno, los mercados alternativos de valores se configuran como una óptima herramienta de apoyo para las empresas. Es por ello, por lo que instituciones como la Comisión Europea, los estén colocando en el epicentro de sus políticas financieras.

NECESIDADES Y FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LA PYME EN ESPAÑA

El reducido tamaño de la empresa media española ha sido tradicionalmente el mayor reto de cara a optimizar sus estándares de competitividad frente a otras empresas dentro y fuera de España.

De los casi 2,9 millones de empresas de nacionalidad española, más de 1,5 millones son autónomos sin ningún tipo de personal asalariado. De los restantes 1,4 millones, algo más del 86% son microempresas las cuales cuentan con menos de 10 empleados, mientras que el 14% restante se consideran pequeñas y medianas empresas. Si bien es cierto que los patrones de crecimiento en estas últimas vienen siendo superiores durante los últimos años, su peso dentro del sector empresarial es todavía reducido en comparación con otras economías avanzadas.

TABLA 1: EMPRESAS INSCRITAS EN LA SEGURIDAD SOCIAL (DICIEMBRE 2019)

	NÚMERO DE EMPRESAS	% DEL TOTAL	% DE PYMES CON ASALARIADOS
Autónomos PYME sin asalariados	1.539.708	53,5%	
PYME con asalariados (1-249 asalariados)	1.335.544	46,4%	100,0%
Microempresas (1-9 asalariados)	1.153.277	40,0%	86,4%
Pequeñas (10-49 asalariados)	157.113	5,5%	11,8%
Medianas (50-249 asalariados)	25.154	0,9%	1,9%
Grandes (250 o más asalariados)	4.871		0,2%
Total empresas	2.880.123	100,0%	

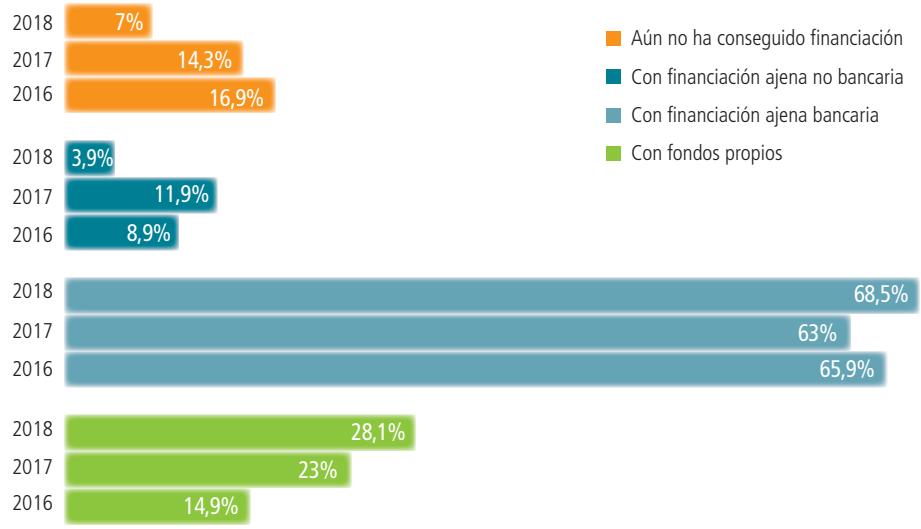
Fuente: Ministerio de Trabajo, Migración y Seguridad Social

Es precisamente el **reducido tamaño** de las pymes el que actúa como condicionante de cara a acceder a las distintas fuentes de financiación. Una gran parte de las microempresas y de las pymes sin asalariados se consideran **"no-bancables"**, por lo que quedan fuera del circuito bancario tradicional, viéndose obligadas a financiar sus operaciones con fondos propios, líneas públicas de financiación y/o capital privado *(Business Angels, Crowd-Funding, Venture Capital)* el cual está experimentando un fuerte crecimiento, pero es todavía poco relevante en el mix de financiación de las pymes.

Por lo que respecta al segmento empresarial **"bancable"**, cuyo mayor tamaño les exige unos niveles más altos de inversión, la financiación bancaria sigue siendo la más relevante, aunque como muestra el Gráfico 1, tomando los datos de la última encuesta al sector por parte de

la Confederación Española de Sociedades de Garantía Recíproca (CESGAR), la mayor generación de caja y la captación de capital nuevo en los últimos años les ha permitido financiar una mayor parte de sus inversiones con recursos propios.

GRÁFICO 1: RESOLUCIÓN DE LAS NECESIDADES DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES ESPAÑOLAS (DIC. 2018)



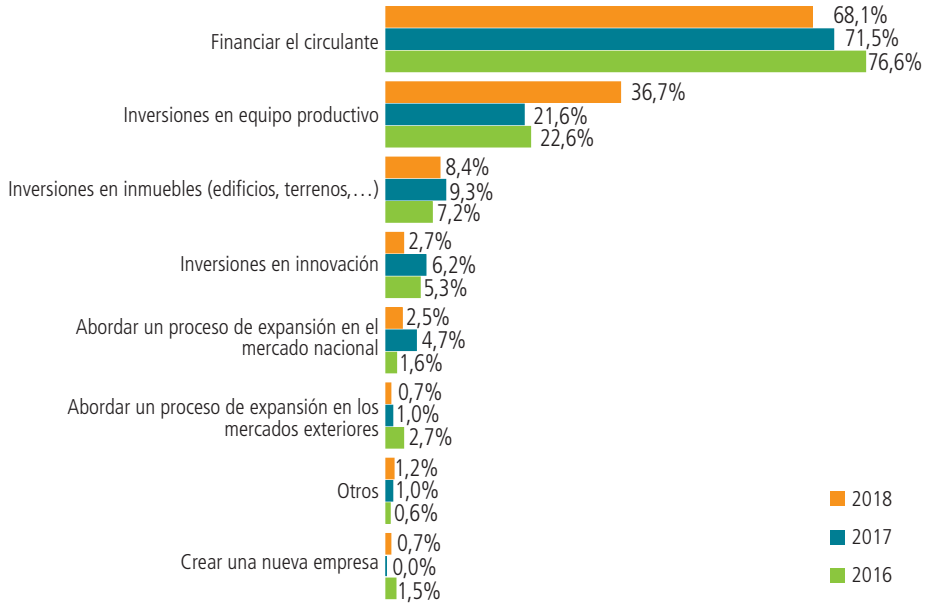
Fuente: CESGAR, Encuesta sobre la situación de las pymes en relación con la financiación ajena

Por lo que respecta al destino de la financiación, la necesidad de financiar el circulante sigue siendo el mayor reto para nuestras empresas, las cuales en muchos casos se ven obligadas a frenar sus oportunidades de expansión por este motivo.

Por otra parte, utilizando datos de la misma encuesta, vemos como las necesidades de inversión en capacidad y mejoras tecnológicas para incrementar niveles de productividad hacen que la necesidad de financiar capacidad productiva se esté disparando.

Por el lado negativo, dos de los grandes vectores con más peso en la agenda económica de los gobiernos en Europa como pueden ser, por una parte, la financiación para proyectos de innovación y, por otra, el desarrollo e implantación de negocios en los mercados exteriores, no parece que sean relevantes por lo que respecta a la financiación, bien por no estar en la agenda de las pymes o porque directamente hay escasez de financiación para dichas actividades.

GRÁFICO 2: DESTINO POTENCIAL DE LA FINANCIACIÓN REQUERIDA POR LAS PYMES



Fuente: CESGAR, Encuesta sobre la situación de las pymes en relación con la financiación ajena

El objeto de este documento es destacar el valor de los mercados de valores cotizados (o públicos en el argot anglosajón) como canal de financiación para las pymes. Dichos mercados están poco extendidos entre las empresas españolas en comparación con otros países de nuestro entorno y de hecho algunas instituciones, como la Comisión Europea a través de la Unión del Mercado de Capitales, los están fomentando como alternativa de diversificación de las fuentes de financiación, con el objetivo de reducir la dependencia bancaria por parte de las empresas, haciéndolas más resilientes a los vaivenes de los ciclos económicos.

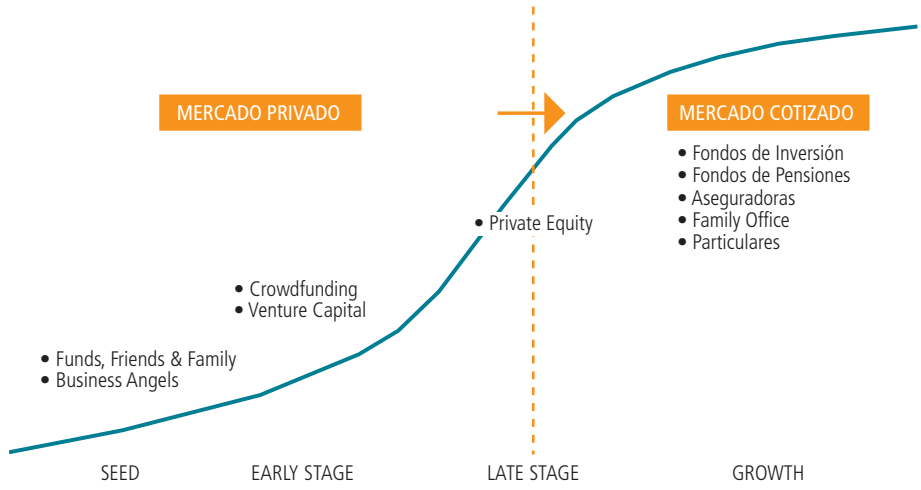
LOS MERCADOS DE CAPITALES COMO VÍA DE EXPANSIÓN PARA LAS PYMES

Los mercados de capitales son aquellos en los que las acciones o bonos son emitidos por las empresas y negociados entre los inversores para conseguir fondos con los que financiar planes de expansión empresarial. Con ello permiten a los inversores con fondos excedentarios invertir en activos productivos en busca de una rentabilidad, contribuyendo a la formación de capital en la economía. Dichos mercados son transparentes y competitivos y están supervisados por los reguladores.

Los mercados de capitales –bien sean privados o cotizados– constituyen una pieza clave para apoyar a las empresas en sus planes de expansión, creando un ecosistema de inversión que les ayuda a crecer, innovar, escalar y madurar. Son una plataforma esencial para que las compañías puedan financiar proyectos a medio-largo plazo, diversificando sus fuentes de financiación fuera de la banca tradicional, accediendo a un *pool* más amplio de financiadores y consiguiendo un mayor equilibrio en su estructura financiera.

Los mercados de capitales privados y cotizados deben vivir en perfecta armonía. Los privados, a través de *business angels,* plataformas de *crowdfunding*, *venture capital* y *private equity,* apoyan el crecimiento de las empresas en sus primeras fases en las que la rentabilidad-riesgo es superior. Los mercados cotizados, y en concreto los alternativos o mercados *junior*, son idóneos para financiar fases de expansión y de consolidación más intensivas en capital a través de un mayor *pool* de inversores institucionales y particulares. Paralelamente, ayudan a mejorar la imagen de la empresa y dotan de liquidez a sus accionistas para financiar nuevos planes de crecimiento o monetizar parte de su inversión en la empresa.

GRÁFICO 3: MERCADOS PRIVADOS Y COTIZADOS EN LA CURVA DE CRECIMIENTO DE LA EMPRESA



Fuente: Fellow Funders Capital Markets

LA COMISIÓN EUROPEA COMO IMPULSORA DE LOS MERCADOS ALTERNATIVOS

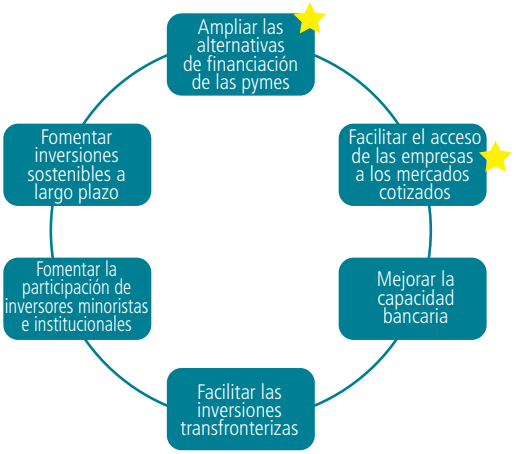
En septiembre de 2015 la Comisión Europea publicó su 'Plan de Acción' en el que anunciaba el lanzamiento del proyecto de la Unión del Mercado de Capitales con un doble objetivo:

1. Abordar el problema de la fuerte dependencia de la deuda financiera (y especialmente la bancaria) por parte de las empresas, **apoyando nuevas fuentes de financiación alternativa.**

2. Fomentar la **integración de los mercados de capitales** europeos para atraer más inversores a la UE y así fortalecer el sistema financiero.

Para ello se identificaban seis áreas específicas en las que la Comisión habría de intervenir, entre las que el acceso de las pymes a los mercados de capitales ocupa un lugar especialmente relevante.

GRÁFICO 4: ÁREAS DE POTENCIACIÓN POR PARTE DE LA COMISIÓN EUROPEA



Fuente: Comisión Europea: Unión del Mercado de Capitales, Fellow Funders Capital Markets

Por su parte, la directiva europea MIFID II, a través del *'SME Growth Market'* (SME GM) con menores exigencias de incorporación al mercado, permite a los distintos mercados europeos registrarse como un SME GM siempre que al menos un 50% de los emisores tengan la consideración de SME (pyme) definiendo a ésta como cualquier empresa cotizada con una valoración de menos de 200 millones de euros.

Desde su implantación, varios mercados alternativos en Europa *(Euronext, AIM Italia, Deutsche Boerse, Nasdaq First North* y recientemente, *BME Growth)* se han adherido a esta iniciativa, habiendo sido acreditados como *SME Growth Markets.*

VENTAJAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES COMO VÍA DE FINANCIACIÓN

A pesar de que todavía queda un largo recorrido, durante los últimos años, las empresas medianas y pequeñas han ido rompiendo el miedo a la financiación a través de los mercados de capitales cotizados alternativos. Estos son mercados no regulados y, por tanto, menos exigentes en cuanto a requisitos de incorporación y de mantenimiento, los cuales además de actuar como palanca de crecimiento de las compañías, permiten dotarlas de una valoración objetiva, aportándoles notoriedad y liquidez para sus accionistas. Algunas de las ventajas de la financiación empresarial a través de los mercados de capitales son las siguientes:

1. Potenciación del crecimiento de la empresa

La cotización en Bolsa es una vía natural para apoyar la captación de recursos propios a través de ampliaciones de capital entre inversores profesionales y particulares. Además, la transparencia documental e informativa y la validación del modelo de negocio por parte del regulador y por el mercado, hará que la empresa tenga más facilidad para captar recursos ajenos a un menor coste financiero.

2. Diversificación de las fuentes de financiación

La financiación en los mercados de capitales permite combinar de forma ponderada crédito bancario, deuda corporativa y capital, reduciendo la vulnerabilidad de las empresas en momentos de grave escasez de recursos financieros en los que se produce una contracción en la financiación bancaria tradicional.

3. Facilitador de movimientos corporativos (M&A)

Contar con acciones cotizadas permite a la empresa compradora utilizarlas como moneda de cambio para pagar a los accionistas de la empresa adquirida. Si, por el contrario, la intención es vender la empresa a un comprador estratégico o financiero, el cotizar en un mercado de valores facilitará este proceso al aportar mayor solvencia a su información financiera y a la valoración de la empresa.

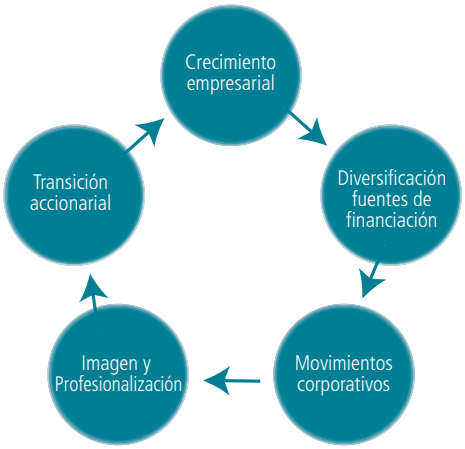
4. Imagen y Profesionalización

La cotización en Bolsa aportará notoriedad e imagen de marca a la empresa y ello facilitará el proceso de captación de aquellos profesionales con una mayor cualificación. Por otra parte, el contar con acciones cotizadas permitirá a la empresa formular esquemas de remuneración, como pueden ser las *stock-options* o el pago en acciones, que ayudarán a fidelizar a sus ejecutivos.

5. Facilitador de procesos de transición accionarial

La liquidez generada a través de la cotización en Bolsa permitirá dar salida a aquellos accionistas que decidan desprenderse de sus acciones (familiares no involucrados en la gestión, ejecutivos con participación en la empresa, o inversores en rondas tempranas, entre otros).

GRÁFICO 5: EL CÍRCULO VIRTUOSO DE LOS MERCADOS ALTERNATIVOS



Fuente: Fellow Funders Capital Markets

Obligaciones

A pesar de las muchas ventajas que conlleva cotizar en los mercados de valores, las empresas listadas también han de cumplir unos requisitos que en muchos casos cambiarán su dinámica en cuanto a sistemas de organización, control y gestión. Entre los principales requisitos u obligaciones conviene destacar los siguientes:

- Formalización de los órganos de gobierno corporativo de la empresa.
- Transparencia y objetividad en la comunicación con los inversores.
- Cumplimiento de los requisitos de información exigidos por el mercado.
- Preparación y formación del equipo financiero y relación con inversores.
- Cumplimiento de las normas de conducta impuestas por el mercado.

ENTIDADES EMISORAS: EMPRESAS EN EXPANSIÓN Y SOCIMI

Por lo que respecta a las compañías que pueden cotizar en los mercados alternativos, su tipología se puede dividir en dos grandes bloques:

Empresas en expansión

Las Empresas en expansión son entidades españolas y extranjeras con cualificación de sociedades anónimas pertenecientes a una variedad de sectores con una valoración de mercado menor a 500 millones de euros, que normalmente recaerán en el segmento donde se encuadran las pymes (menos de 250 empleados asalariados), que estén comercializando productos o servicios o que hayan desarrollado acciones relevantes de cara a esa comercialización, y que como tal, soliciten la incorporación a cualquiera de los mercados alternativos de reducida capitalización.

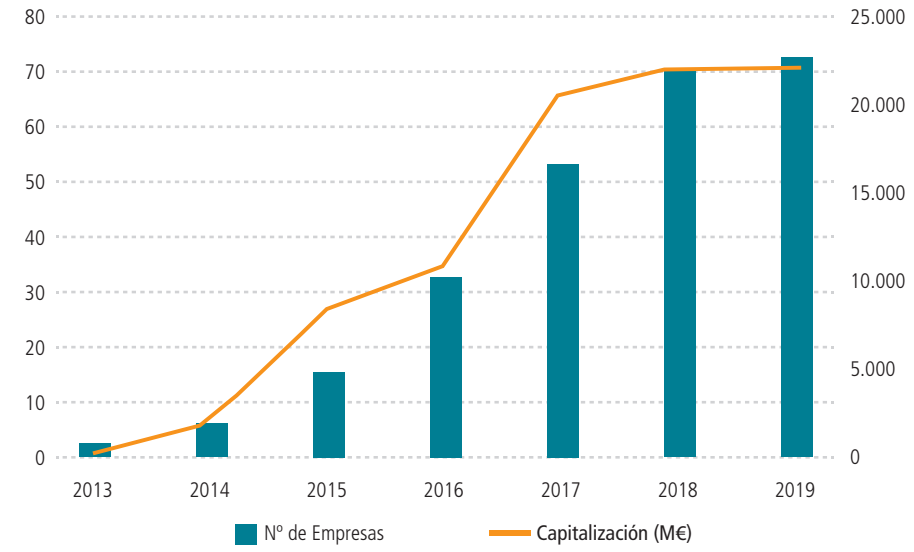
Dichas empresas deberán tener su capital totalmente desembolsado y no deberán tener ninguna restricción legal o estatutaria que impida la libre negociación y transmisibilidad de sus acciones, las cuales estarán representadas por anotaciones en cuenta.

SOCIMI o REIT

Las SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario) fueron introducidas en España en 2009 por medio de la Ley 11/2009, de 26 de octubre, modificada por la Ley 16/2012 de 27 de diciembre, con la finalidad de impulsar el mercado de alquiler en España. Este tipo de sociedades están inspiradas en los *Real Estate Investment Trust* (REIT) de origen anglosajón, los cuales son sociedades anónimas de capital, especializadas en la inversión en activos inmobiliarios destinados a su arrendamiento y por tanto generadores de renta con una obligación de distribuir a sus inversores a través de dividendos gran parte de los beneficios generados por la sociedad. Para ello cuentan como contrapartida con una serie de bonificaciones tributarias. La mayoría de las legislaciones en cada país exigen que estos vehículos coticen en un mercado bursátil, siendo USA una de las excepciones.

En España, dichas entidades disfrutan de un régimen fiscal favorable, siempre que al menos el 70% del valor de mercado de su activo esté invertido en bienes inmuebles de naturaleza urbana destinados al arrendamiento y que coticen en un mercado de valores en un periodo inferior a 24 meses tras su constitución.

GRÁFICO 6: NÚMERO DE SOCIMI Y CAPITALIZACIÓN EN EL BME GROWTH



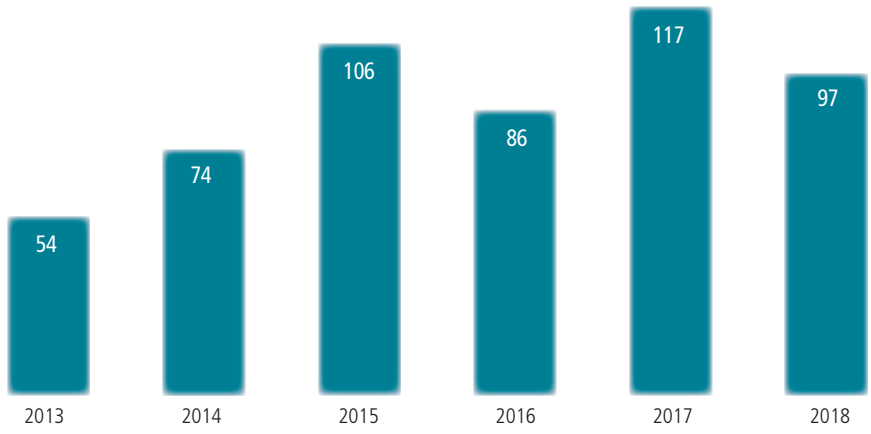
Fuente: BME

PARTICIPACIÓN DE LAS PYMES EN LOS MERCADOS COTIZADOS

En los últimos años, las autoridades políticas y financieras en distintas zonas geográficas han hecho un esfuerzo importante para promover el acceso a los mercados alternativos de capitales por parte de las pymes, suavizando los costes de incorporación al mercado a través de menores exigencias administrativas, documentales y de divulgación, y creando la figura del "asesor registrado" con el fin de ayudar a estas empresas en su proceso de salida a los mercados cotizados.

Durante este período, la participación de las pymes en los mercados alternativos de Europa Continental ha mostrado una tendencia al alza con un número creciente de emisores. Sin embargo, su peso dentro del *pool* de financiación es todavía bajo, no llegando ni siquiera al 1% del total, por lo que el potencial de crecimiento de estos mercados es elevado.

GRÁFICO 7: NUEVOS EMISORES DE ACCIONES EN LOS MERCADOS *JUNIOR* DE EUROPA CONTINENTAL



Los mercados incluidos son: Borsa Italiana AIM, Euronext, Alternext, Nasdaq Nordic First North, Deustche Borse Scale, Warsaw New Connect, BME Growth.

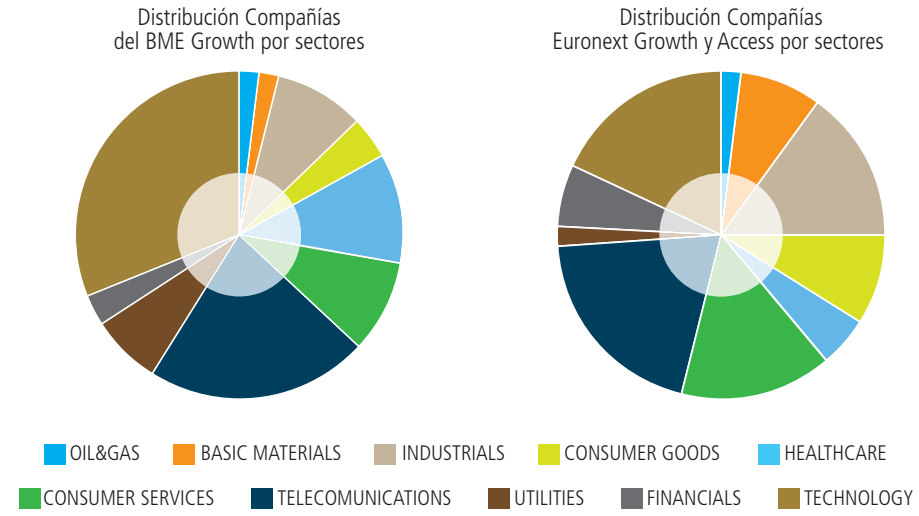
Fuente: IPO Watch Europe, PwC, AIM, Fellow Funders Capital Markets

Las altas cargas administrativas, costes de cotización y exigencias informativas y documentales, son las mayores barreras percibidas por los gestores de las pymes a la hora de cotizar en un mercado alternativo. Sin embargo, muchos de estos mercados están simplificando los procesos de incorporación, ampliando el perímetro de tamaño de las empresas elegibles, reduciendo los requisitos de *reporting* y bajando las exigencias de liquidez de las acciones. Todo ello facilita el acceso de las empresas a estos mercados.

En España en la actualidad existen 40 empresas cotizadas en el Mercado Alternativo Bursátil, a las que hay que sumar 75 SOCIMI. En cuanto a la participación sectorial, empresas del sector tecnológico y el de biotecnología representan más de la mitad de todos los emisores.

Ampliando el perímetro a Europa Continental, los mercados junior de Euronext *(Access, Access +* y *Growth)* constituyen un *hub* europeo para empresas medianas y pequeñas, con más de 400 emisores de todo el mundo admitidos a cotización en los 6 países en los que este mercado está presente.

GRÁFICO 8: DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LAS EMPRESAS COTIZADAS (DICIEMBRE 2019)



Fuente: BME Growth, Euronext, Fellow Funders Capital Markets

POSIBLES MERCADOS ALTERNATIVOS PARA LAS PYMES ESPAÑOLAS

Por lo que respecta a las pymes de nuestro país, el **BME Growth** implantado en España desde el año 2008, es su mercado natural de referencia, con 40 empresas en expansión cotizadas y 75 SOCIMI. A nivel europeo los mercados *junior* de Euronext *(Access, Access +* y *Growth)* –sucesores del mercado parisino ALTERNEXT, dada su implantación en varios países europeos– pueden ser una alternativa una alternativa válida para aquellos emisores españoles cuya agenda estratégica y de búsqueda de inversores va más allá de nuestras fronteras.

Además del BME Growth y de Euronext *Access, Access +* y *Growth,* tradicionalmente, el mercado alternativo más desarrollado en Europa ha sido el ***Alternative Investment Market*** **(AIM),** perteneciente al *London Stock Exchange* (LSE), el cual –dada su mayor liquidez y gran número de inversores institucionales– ha venido albergando a pymes, tanto inglesas como de otros países. Aunque todavía cuenta con el mayor número de emisores de todos los mercados del viejo continente, desde que estalló la crisis financiera dicho número se ha visto reducido de una manera sustancial, viéndose esta situación agravada tras el voto a favor del Brexit en 2015. Como resultado, en la actualidad el AIM cuenta con 863 empresas cotizadas frente a cerca de 1.700 en 2007.

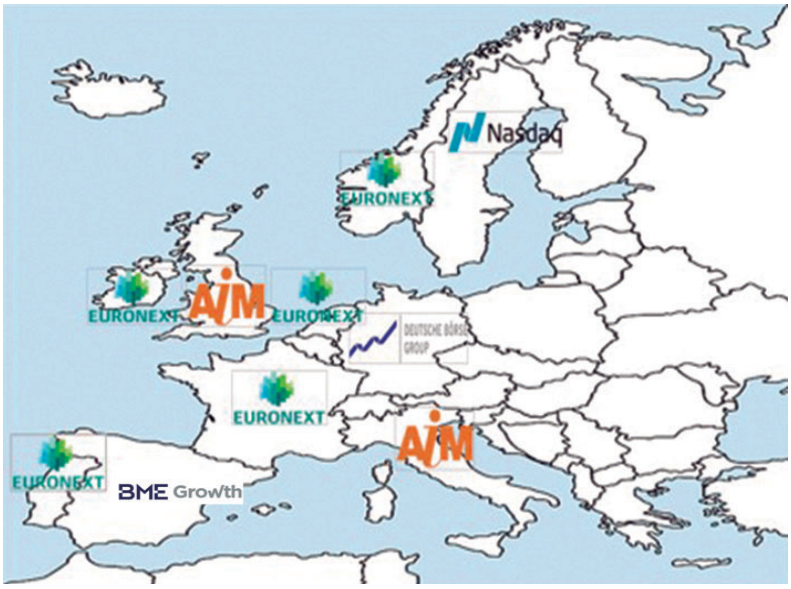
Aparte del Reino Unido, tras la compra de *Borsa Italiana* por parte del LSE, el mercado AIM está presente en Italia, contando con más de 130 compañías cotizadas. Además, en los países nórdicos, el *First North Growth Market,* perteneciente al NASDAQ americano, ha tomado bastante fuerza con más de 220 emisores principalmente de Suecia, Dinamarca, Finlandia e Islandia.

TABLA 2: PRINCIPALES MERCADOS ALTERNATIVOS EN EUROPA

MERCADO	PAÍS	EMISORES	VALORACIÓN MÍN. (MILLONES DE €)	VALORACIÓN MÁX. (MILLONES DE €)
AIM	Reino Unido	850	0,36	5,4
AIM	Italia	129	5,4	676
Euronext Access	Ámbito europeo	186	0,03	1.465
Euronext Growth	Ámbito europeo	281	0,12	1.015
BME Growth	España	118	0,85	3.640
Nasdaq Nordic First North	Dinamarca, Finlandia, Suecia y Noruega	393	0,457	5.018

Fuente: Mercados Alternativos, Fellow Funders Capital Markets

GRÁFICO 9: IMPLANTACIÓN DE LOS MERCADOS ALTERNATIVOS EN EUROPA



Fuente: Mercados Alternativos, Fellow Funders Capital Markets

BME GROWTH

BME Growth dependiente del grupo Bolsas y Mercados (BME) es el principal mercado *junior* para pymes españolas con un total de 115 emisores, de los cuales 40 son empresas en expansión y el resto SOCIMI. Su capitalización total es de 15.247 millones de €, de los cuales 13.282 millones de € corresponden al segmento SOCIMI y los 1.966 millones de € restantes a empresas en expansión.

Las empresas que quieran incorporarse al BME Growth han de cumplir con unos requisitos de transparencia y compromiso de información al mercado, así como designar a dos figuras que les ayudarán en el proceso: el asesor registrado y el proveedor de liquidez.

Las empresas que soliciten su incorporación al BME Growth deberán ser sociedades anónimas que cumplan los siguientes **REQUISITOS:**

- **Transparencia.** El nivel de transparencia implica un cambio profundo en la mentalidad de los accionistas de referencia, en los órganos de gobierno y sus formas de actuación. La regulación ha sido adaptada a sus necesidades y para facilitar su interacción con el mercado, ha introducido unos interlocutores especializados como son, el asesor registrado y el propio BME Growth.

- **Información.** Asumir el compromiso de suministro de información semestral y anual, debidamente auditada, requerido por el BME Growth.

- **Asesor registrado y proveedor de liquidez.** Designar un asesor que les ayude tanto en la salida como durante su permanencia en el mercado, y suscribir un contrato con un proveedor de liquidez que facilite la negociación de las acciones una vez hayan sido admitidas a cotización.

- **Difusión accionarial.** Para la incorporación al BME Growth es imprescindible que las acciones de las que sean titulares accionistas con porcentajes inferiores al 5% del capital social representen un valor estimado superior a 2 millones de euros. En muchas ocasiones, las empresas que inicialmente no cumplen este requisito lo alcanzan gracias a la colocación o venta previa de acciones que realizan con motivo de su incorporación al mercado.

Los criterios que utiliza el mercado para considerar adecuada la difusión accionarial de las empresas en expansión y SOCIMI que solicitan la incorporación de sus acciones al mismo son los siguientes:

- Tener como mínimo 20 accionistas, independientes del accionista o accionistas de referencia, con una participación inferior al 5% del capital social.

- Dentro de los anteriores accionistas no se computarán aquellos que tengan una participación en acciones inferior a 10.000 €, salvo en aquellos casos en que se justifique una difusión minorista masiva de más de 500 accionistas.

- Tampoco computarán aquellos accionistas que tengan una participación en acciones superior a 1 millón de euros.

- Sobre la manera de valorar el grado de independencia del accionista minoritario respecto del accionista o accionistas de referencia, se considerarán como no aptas para el mencionado cómputo de difusión aquellas personas estrechamente vinculadas a alguno de los accionistas de referencia, entendido en los términos establecidos por la definición 26) del punto 1 del Artículo 3 del Reglamento (UE) Nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014 sobre el abuso de mercado. En consecuencia, otras personas que no se consideren dentro de esta definición sí serían consideradas aptas a los efectos de computar como difusión.

- Además, en el caso de accionistas con una participación superior a 1 millón de €, siendo esta inferior al 5% del capital social, a los efectos del cómputo del efectivo total difundido no se tendrá en cuenta la parte que exceda de ese importe. Este accionista sí será computable a los efectos del número de accionistas minoritarios.

Con la idea de potenciar el conocimiento de los mercados por parte de las pymes, BME lanzó la iniciativa **Entorno Pre-Mercado (EpM),** un programa formativo y de *networking* para que las pymes en expansión puedan conocer de primera mano el funcionamiento de los mercados de capitales y acceder a inversores privados e institucionales. Consta de dos segmentos, el inicial para *startups* y el segmento *growth* para compañías que hayan tenido una trayectoria más amplia en sus respectivos sectores.

Se puede decir que el EpM se ha constituido como una plataforma de preparación para que las empresas que tengan como objetivo su incorporación a un mercado alternativo de valores, puedan contar con un conocimiento previo de cuales son las reglas y normas de funcionamiento de aquellos y para que, por tanto, puedan prepararse organizativa y financieramente.

EURONEXT

Dentro de la Unión Europea, el mercado Euronext a través de sus tres segmentos *(Access, Access +* y *Growth)* está presente en cuatro países (Francia, Bélgica, Portugal e Irlanda). Ello le convierte en el mercado de mayor tamaño dentro de la Unión Europea, con una capitalización total de más de 26.000 millones de euros, 453 emisores y más de 330 inversores institucionales identificados.

De los cuatro países en los que se encuentran los mercados junior de Euronext, Francia es sin duda el más relevante, concretamente París, con un total de 402 empresas cotizadas en los mercados *Access* y *Growth*.

Euronext Growth

El mercado Euronext *Growth* está dirigido a empresas de tamaño mediano, cuyo objetivo es utilizar el mercado de valores para captar capital y así poder financiar su crecimiento. Aunque es un mercado controlado, el segmento *Growth* no tiene la categoría de mercado regulado siendo considerado, al igual que el BME Growth, un MTF *(Multilateral Trading Facility),* por lo que permite a las empresas en fases tempranas de crecimiento acceder a un esquema especial de financiación alternativa, con unas exigencias de información y documentación menos exigentes que en los mercados regulados.

Las empresas que deseen incorporarse a Euronext *Growth* podrán hacerlo en los mercados de Bruselas, Dublín, Lisboa o París. Dichas empresas deberán tener un capital flotante mínimo de 2,5 millones de € y contar con cuentas auditadas de los dos últimos años. Además, aunque no necesiten contratar los servicios de un proveedor de liquidez, sí deberán contar con el apoyo de un asesor registrado *(listing sponsor)* durante y tras su incorporación al mercado.

Euronext Access y Access +

Los mercados *Access* y *Access +* están dirigidos a *start-ups* y empresas pequeñas y medianas que quieran financiar su crecimiento y beneficiarse de las ventajas reputacionales que conlleva el cotizar en un mercado organizado de valores. Dado que este mercado no está regulado por la Directiva Comunitaria, las exigencias de incorporación al mercado son más laxas que las de Euronext *Growth*.

Una vez cotizadas en el ***Access,*** las empresas emisoras podrán considerar incorporarse al mercado *Access +* o al *Growth*, siendo este proceso relativamente sencillo y poco oneroso.

El segmento *Access* está presente en las bolsas de Bruselas, Lisboa o París. A diferencia de otros mercados no regulados, como el BME Growth o el propio Euronext Growth, a las em-

presas candidatas no se les exigirá un mínimo de capital flotante, lo cual facilitará su proceso de incorporación al mercado, si bien sus acciones carecerán de liquidez, por lo que este segmento no será el óptimo cuando la empresa necesite realizar ampliaciones de capital dirigidas a inversores profesionales. Tampoco será necesario que los estados financieros de los dos últimos años estén auditados.

El segmento ***Access +*** es un compartimento del *Access* para cubrir las necesidades de *start-ups* y pymes en fase de rápido crecimiento. A las empresas que coticen en este mercado se les exigirá una mínima dispersión accionarial debiendo contar con un capital flotante de al menos 1 millón de euros. Además, deberán contar con cuentas auditadas de al menos los dos últimos años previos a su incorporación al mercado.

El *Access +* se suele utilizar como trampolín para una salida posterior al segmento *Growth* y dentro de esta fase transitoria a las empresas se les puede proveer de un asesoramiento *ad-hoc* dotándolas de mayor visibilidad ante potenciales inversores.

GRÁFICO 10: BME GROWTH *VS* EURONEXT

	BOLSA	TIPO DE EMPRESA	REQUISITOS
BME Growth	España	· Pymes hasta € 500M de capitalización · Empresas en expansión y SOCIMI	· Mínimo de € 2.0M de capital flotante · 2 años de estados financieros auditados · Asesor registrado durante y después de la incorporación al mercado · Proveedor de liquidez
EURONEXT GROWTH	París, Bruselas, Lisboa, Dublín	· Pymes · Empresas en expansión y REITS	· € 2.5M de capital flotante · 2 años estados financieros auditados · *Listings sponsor* durante y después de la incorporación al mercado
EURONEXT ACCESS	París, Bruselas, Lisboa	· Pymes que buscan crecimiento · *Start-ups* y REITS	· No capital flotante · 2 años de estados financieros sin auditar (auditados para el *Access+*) · *Listings sponsor* (solo en el momento de la incorporación)

Fuente: BME Growth, Euronext, Fellow Funders Capital Markets

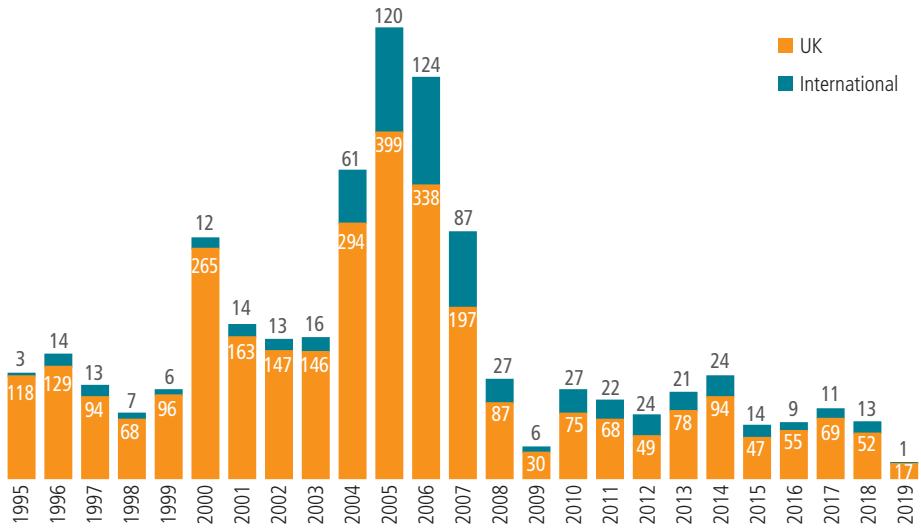
AIM

El mercado AIM, perteneciente al *London Stock Exchange* (LSE) fue creado en 1995 con tan solo 10 compañías cotizadas. Desde entonces ha sido el mercado alternativo para pymes más importante en Europa, acogiendo a compañías de más de 40 sectores de un amplio abanico geográfico, con más de una tercera parte de sus emisores con domicilio social fuera del Reino Unido.

Sin embargo, a pesar de tener el mayor número de compañías cotizadas con una capitalización bursátil agregada de más de 100.000 millones de libras, hay que destacar la fuerte caída sufrida por este mercado tras la crisis financiera y el Brexit lo que ha provocado una reducción sustancial en el número de empresas cotizadas, cayendo a aproximadamente 863 en la actualidad frente a 1.700 en 2007 en la antesala de la crisis financiera, como ya indicamos ateriormente.

Tomando los datos más recientes, durante 2019 el número de empresas incorporadas al mercado fue de 23 frente a una media anual de 118 desde su implantación. Además, se produjo un número de 82 salidas, lo cual hizo que en tan solo un año el número de empresas en el mercado cayera desde 922 hasta las 863 actuales.

GRÁFICO 11: INCORPORACIONES ANUALES AL MERCADO AIM



Fuente: London Stock Exchange

LOS BENEFICIOS DE UN "DUAL LISTING"

El *dual listing* o listado técnico es un mecanismo por el cual las acciones de una compañía pueden estar listadas en más de un mercado. Por ejemplo, las acciones pueden cotizar a la vez en el BME Growth y en Euronext *Growth*. Con un *dual listing,* uno de los dos mercados es el 'primer mercado' (normalmente aquel en el que las acciones se listaron inicialmente) mientras que el otro actuará como 'segundo mercado'. Una vez que las acciones están cotizando en el nuevo mercado, se pueden realizar transacciones con ellas fácilmente en cualquiera de los dos mercados. Técnicamente, asumiendo que existe suficiente liquidez en los dos mercados, las dos cotizaciones deberían ser muy similares, siendo la única diferencia la liquidez existente en cada mercado, la cual podrá atraer a distintos tipos de inversores.

Los motivos por los que una compañía puede querer llevar a cabo un doble listado de sus acciones dependerán de sus circunstancias particulares. Sin embargo, existen una serie de **VENTAJAS** comunes a todos los emisores, como son:

- Acceso a mayor *pool* de inversores potenciales (minoristas e institucionales).
- Acceso a fuentes de capital más diversificadas, especialmente en los grandes mercados de Europa o Estados Unidos.
- Mejorar el perfil de la compañía con los grupos de interés en el mercado objetivo (clientes, proveedores, financiadores, o empleados, entre otros).
- Posibilidad de captar capital en distintos mercados y en distintos momentos, dependiendo de las condiciones macroeconómicas o políticas de cada país.
- Mayores oportunidades de compraventa de compañías utilizando las acciones de cada mercado como posible moneda de cambio.

Todas estas razones tienen la suficiente entidad como para justificar un *dual listing* en un segundo mercado. Sin embargo, no debemos descartar algunos **DESAFÍOS,** tales como los costes de incorporación y mantenimiento, los requisitos de información en distintos mercados, fungibilidad de las acciones y otras exigencias administrativas que requerirán tiempo y recursos por parte de los gestores de las empresas emisoras.

EL "ASESOR REGISTRADO"

Todas las empresas que se incorporen a un mercado alternativo deberán contar en todo momento con los servicios de un asesor registrado o *Listing Sponsor,* el cual actuará en todo momento como interlocutor entre la empresa y el mercado.

El asesor registrado es una entidad autorizada por el mercado alternativo correspondiente, especializada en valorar la idoneidad de las empresas para incorporarse al mercado. Una vez incorporadas, las acompañarán y asistirán durante su permanencia en el mercado.

En España, el asesor registrado puede estar sujeto a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el Banco de España o el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). Además, deberá contar con una experiencia de al menos 3 años en el asesoramiento a compañías, especialmente en lo relativo al mercado de valores y deberá mostrar total independencia respecto a las compañías a las que asesora.

Figura distinta del asesor registrado, pero complementaria, es la **Empresa de Asesoramiento Financiero (EAF).** Entidad regulada, autorizada y supervisada por la CNMV, que puede prestar servicios de asesoramiento a empresas sobre su estructura de capital. En este sentido, la EAF **puede ayudar a las pymes a diseñar la optimización de su estructura financiera,** indicando las fuentes de financiación más adecuadas y la conveniencia de contratar a un asesor registrado para el acceso al mercado.

Funciones y cometidos

- Comprobar y asistir a la compañía en el cumplimiento de los requisitos de incorporación al mercado, en particular colaborar en la elaboración y el desarrollo del documento informativo de incorporación al mercado (DIIM).
- Revisar la información presentada por la compañía en el momento de su incorporación y posteriormente, ayudando a la empresa a que cumpla con los requisitos de información, tanto en lo que se refiere a la información financiera periódica, como a la comunicación puntual de hechos relevantes.
- Atender las preguntas que el mercado pueda formular con respecto al emisor, su actividad, o cumplimiento normativo, entre otras.

Requisitos para poder ser asesor registrado

La función de asesor registrado podrá ser llevada a cabo por aquellas personas jurídicas que cumplan los siguientes requisitos:

- **Experiencia:** acreditada suficientemente en asesoramiento de compañías, en particular en relación con el mercado de valores.

- **Medios:** personal cualificado y experimentado en financiación en mercados de valores (al menos 2 personas responsables).
- **Independencia** y prevención de posibles conflictos de interés.

Designación de asesores registrados

- Cada empresa, en el momento de su incorporación al mercado alternativo que elija, deberá contar con un asesor registrado. En los mercados alternativos con mayor liquidez (Euronext *Growth,* AIM, BME Growth) tras la fase de incorporación, el asesor registrado deberá seguir prestando sus servicios de manera continuada velando porque la interacción entre la empresa emisora y el mercado se lleve a cabo de manera correcta y que la información pública emitida por la empresa sea trasmitida al mercado de una manera transparente y veraz, adaptándose a las normas implantadas por el mercado correspondiente.
- Las empresas y los asesores registrados establecerán los términos y condiciones de su relación en cuanto al esquema de colaboración, honorarios, etc.

EL DOCUMENTO INFORMATIVO DE INCORPORACIÓN AL MERCADO (DIIM)

Todas las empresas que deseen incorporarse a los dos mercados alternativos objeto de esta guía deberán completar un *mini-prospectus* o documento informativo en el que se describan detalladamente las actividades de la sociedad, entorno en el que opera, magnitudes financieras, productos, clientes, empleados, y órganos de gobierno, entre otros.

Este documento suele tener un mínimo de 60 páginas y su ejecución recae en el asesor registrado el cual utiliza como *inputs* toda la información suministrada por la compañía. En líneas generales, los capítulos más relevantes incluidos en este documento son los siguientes:

- **Descripción de la compañía,** su historia y sus actividades, así como su estrategia, productos y mercados en los que opera.
- **Principales proveedores y clientes.** Propiedad intelectual licencias o similares.
- **Información financiera,** tendencias significativas en cuanto a ventas y costes y, en su caso, previsiones o estimaciones. Declaración sobre el capital circulante de la sociedad.
- **Principales inversiones** llevadas a cabo por el emisor.
- Información relativa a las acciones, **composición accionarial.**
- **Información sobre los administradores** y principales ejecutivos de la sociedad y otros empleados de la sociedad.
- Información relativa a **operaciones vinculadas** entre socios o directivos.
- Información utilizada para el **cálculo del precio** de las acciones que salen a cotizar.
- **Razones** por las que se ha decidido la incorporación de las acciones al mercado de referencia.

Sin duda este es un apartado que daría para realizar otra Guía adicional donde desarrollar los informes tipo, la información financiera y no financiera a incluir en los puntos señalados anteriormente, no obstante el profesional que acceda al uso de esta Guía en apoyo a la Pyme, dentro de su corporación profesional (www.economistas.org) encontrará la ayuda e información adecuada para su desarrollo.

EL "PROVEEDOR DE LIQUIDEZ"

El proveedor de liquidez es una empresa de servicios de inversión con la cual una empresa cotizada en un mercado alternativo –como puede ser el BME Growth o Euronext *Growth*– concierta un contrato para ofrecer liquidez en las acciones de la empresa.

El objetivo de este tipo de contratos es favorecer la liquidez de las transacciones de los activos financieros cotizados. Para ello se debe conseguir una suficiente frecuencia de contratación y reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado. Además, deberá actuar con total independencia frente a la empresa cotizada en el mercado alternativo, sin influir artificialmente en el precio o en el volumen de las transacciones. En ausencia de órdenes suficientes de inversores finales, busca la contrapartida en las condiciones y con los límites señalados por el contrato.

En el **BME Growth** las empresas estarán obligadas a contratar los servicios de un proveedor de liquidez. Por lo que respecta a **Euronext,** no existe dicha obligación en ninguno de sus segmentos, si bien en el segmento *Growth*, los requisitos de tamaño y capital flotante mínimo harán aconsejable mantener dichos servicios.

El proveedor de liquidez ha de ser una entidad financiera independiente, con una estructura administrativa interna que asegure la objetividad de los empleados encargados de la gestión del contrato de liquidez. Con el fin de evitar situaciones de abuso de mercado, como norma general, la regulación de los mercados prohibirá que el proveedor solicite o reciba instrucciones del emisor en cuanto al momento, precio o demás operaciones que haya de ejecutar en virtud del contrato.

Como norma general, la empresa que salga a cotizar pagará unos honorarios al proveedor de liquidez que serán acordados libremente entre las partes.

GRÁFICO 12: EL ASESOR REGISTRADO Y EL PROVEEDOR DE LIQUIDEZ COMO APOYO PARA LAS EMPRESAS COTIZADAS

Fuente: Fellow Funders Capital Markets

MODALIDADES DE INCORPORACIÓN AL MERCADO DE VALORES (MERCADO PRIMARIO)

El mercado primario de valores es aquel mediante el cual una empresa privada pasa a ser una empresa cotizada, dando acceso a un amplio abanico de inversores a través de la emisión de nuevas acciones en un mercado organizado. La colocación o listado técnico de las mismas, sin que haya nuevas acciones en circulación, no es un mercado primario en sí, si bien se asemeja a este último en tanto en cuanto se lleva a cabo la incorporación por primera vez de una compañía a un mercado cotizado de valores.

Este apartado es muy útil de destacar pues a veces no es tan conocido y se suele pensar que es "o todo o nada", y no es así; siendo además esta información especialmente útil para las pymes. La incorporación de las acciones de las compañías a un mercado cotizado se puede realizar a través de cuatro mecanismos distintos:

- **Oferta pública de venta (OPV).** La incorporación de la empresa al mercado se realiza mediante la venta de acciones por parte de algunos accionistas actuales al público en general representado por inversores institucionales o particulares.

- **Oferta pública de suscripción (OPS).** Con anterioridad a la incorporación de la compañía al mercado se lleva a cabo una ampliación de capital en la que la compañía captará nuevos fondos propios como parte de la salida a bolsa. Las nuevas acciones saldrán al mercado donde podrán ser adquiridas por nuevos inversores. Para ello será necesario un proceso de colocación a través de una entidad financiera cualificada.

- **Colocación privada.** Es similar a la OPV en tanto en cuanto la incorporación al mercado se realiza mediante la venta de acciones por parte de accionistas existentes. Sin embargo, en este caso, la venta se realizará selectivamente a un accionista o accionistas determinados.

- **Listado directo o técnico (LD).** Las acciones de la compañía se incorporarán directamente al mercado correspondiente, sin llevar a cabo una ampliación de capital y sin que los accionistas actuales tengan que vender necesariamente una parte o la totalidad de sus acciones. En este caso, dichos accionistas se convierten en la única contrapartida de los inversores interesados en comprar acciones de la empresa.

En general, no hay criterios que establezcan cuál es el mejor mecanismo. **La elección de uno u otro dependerá de las necesidades de la empresa.** Si ésta necesita capital para afrontar nuevos proyectos de inversión, el formato OPS es claramente el más idóneo. Si lo que se pretende es dar liquidez a algunos de los accionistas actuales, ganar notoriedad y reconocimiento de marca o contar con una moneda adicional para posibles operaciones de M&A, todo ello con unos bajos costes de incorporación al mercado, un listado directo (LD) sería el mecanismo más eficiente.

TABLA 3: MODALIDADES DE INCORPORACIÓN A UN MERCADO DE VALORES

MÉTODO DE INCORPORACIÓN	VENTAJAS	INCONVENIENTES
Oferta pública de suscripción (OPS)	· Captación de nuevos fondos para la empresa. · Incremento de la liquidez de las acciones y de la capitalización de la empresa.	· Mayores costes de colocación de las acciones en el mercado. · Dilución de los accionistas actuales.
Oferta pública de venta (OPV)	· Permite la venta por parte de accionistas actuales en un proceso de alta difusión. · Incremento de la liquidez de las acciones.	· Mayores costes de colocación de las acciones en el mercado. · No hay entrada de nuevos fondos en la empresa.
Colocación privada	· Permite elegir al nuevo accionista, pudiendo o no captar nuevos fondos. · Menor coste de incorporación al mercado.	· Menor liquidez de las acciones. · Mayores costes que una compra /venta en los mercados privados.
Listado directo (LD)	· Rapidez en el proceso de incorporación. · No exige un periodo de *Lock-up*. · Menor coste de incorporación al mercado. · Marca de valoración, moneda de cambio y oportunidad de compra/ venta por parte de accionistas actuales.	· No hay entrada de nuevos fondos a la empresa. · Menor liquidez de las acciones si los accionistas actuales no venden acciones.

Fuente: Fellow Funders Capital Markets

COTIZACIÓN Y LIQUIDEZ DE LAS ACCIONES (MERCADO SECUNDARIO)

El mercado secundario es una parte del mercado de capitales en el que tiene lugar tanto la compra como la venta de valores que han sido emitidos con anterioridad en el mercado primario, bien sea a través de una oferta pública o privada. El principal objetivo de dicho mercado es dotar de una liquidez determinada a los títulos que en él cotizan. La compraventa de dichos títulos se realizará en un mercado organizado de valores a través de una entidad financiera intermediadora (Sociedad o Agencia de Valores o entidad de crédito autorizada) que casará las órdenes de compra con las de venta determinando el precio de una acción en cada momento.

Tanto en el BME Growth como en Euronext *Growth* o *Access*, las acciones cotizadas forman su precio a través de un sistema de subastas o *fixing* con dos ventanas al día (*double fixing* para Euronext) una a las 12:00h y otra a las 16:00h. Durante ese período de subasta se recogen las órdenes de compra y venta recibidas y se calcula el precio en las horas establecidas. Sólo en casos excepcionales en los que las empresas negocien una cantidad de títulos suficientes y se autorice por parte de la Comisión de Supervisión del Mercado una empresa del BME Growth o Euronext podrá negociar abiertamente, durante toda la jornada bursátil, sus títulos en el mercado.

Liquidación, depósito y registro de valores

Los mercados de valores contarán con un sistema de liquidación, registro y depósito de los valores que hayan sido objeto de transacción en los mercados secundarios.

Las acciones o, en general, valores negociables que coticen en los mercados requieren de una entidad encargada del registro contable de los mismos representados por anotaciones en cuenta. En los llamados Sistemas de Depósito Centralizado (SDC) se incorporarán todos aquellos valores representados mediante anotaciones en cuenta admitidos a negociación en las Bolsas de Valores. Dichos valores quedarán registrados en el sistema, siendo éstos identificados por su código ISIN.

Además, se requerirá una gestión de la liquidación que permita la transferencia óptima de valores y el envío al agente de liquidación de efectivos de las órdenes de pago derivadas de las operaciones realizadas sobre dichos valores. La liquidación (*settlement* en inglés) de las operaciones es una parte esencial en todo el proceso de compraventa de valores. Su propósito es ejecutar transacciones que procedan de órdenes de transferencia de valores y efectivo que recaigan sobre valores depositados en un SDC.

Una gestión ineficaz de esta parte del proceso puede dar lugar a un riesgo operativo importante, especialmente si hay algún tipo de acción corporativa en la compañía emisora. En el ordenamiento jurídico español, dichas sociedades tienen la denominación de 'Sociedades de sistemas' siendo su objetivo final el de proteger tanto al comprador como al vendedor de valores negociables, asegurando a cada parte que la transacción se liquidará al precio acordado.

Para los valores cotizados en el mercado español, Iberclear –filial de BME– es el operador de todos los valores y sistemas financieros en España, siendo responsable de la gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores, así como el depositario central de valores español.

En el caso de Euronext, los miembros de dicho mercado pueden liquidar sus transacciones y depositar sus valores a través de Euroclear, la cual actúa como depositario central o *Central Securities Depository* (CSD), el equivalente a los Sistemas de Depósito Centralizado (SDC) en España.

COSTES DE INCORPORACIÓN AL MERCADO Y MANTENIMIENTO

La incorporación a un mercado alternativo lleva asociados una serie de costes que deberán ser tenidos en cuenta por la empresa de cara a su salida a Bolsa. En cierta medida, dichos costes dependerán del nivel de información y documentación con el que cuente la empresa. Por ejemplo, si la compañía ya es "Sociedad Anónima", tiene sus cuentas auditadas y una valoración reciente (por experto independiente o por ronda de capital), los costes adicionales de incorporación al mercado serán menores que en el caso de una Sociedad de Responsabilidad Limitada, sin cuentas auditadas y sin valoración.

En cuanto a su recurrencia, habrá que distinguir entre los costes de incorporación al mercado y los de mantenimiento.

- **Costes de incorporación.** Se materializan en el momento de la salida a Bolsa y provienen de las tarifas exigidas por el propio mercado, las cuales son fijas para todos los emisores y de los gastos de asesoramiento y auditorías, los cuales se negocian individualmente.
- **Costes de mantenimiento.** Tendrán carácter recurrente y se abonarán por una parte al mercado y de manera separada al asesor registrado y al proveedor de liquidez en caso de que lo hubiera.

Por otra parte, por lo que se refiere a los distintos conceptos de gasto, debemos distinguir entre los costes del **mercado** correspondiente, los cuales son fijos e idénticos para todos los emisores en función de su valoración, y los gastos de **asesoramiento** que variarán en función de las tarifas aplicadas.

En la Tabla 4 se muestra un ejemplo en el que consideramos una empresa con una valoración de 15 millones de euros, los costes de incorporación, solo incluyendo las tarifas del mercado y

TABLA 4: COSTES APROX. DE COTIZACIÓN DE UNA EMPRESA DE 15 M€ DE VALORACIÓN

GASTOS DE INCORPORACIÓN	RANGO BAJO	RANGO ALTO
Mercado y Asesor Registrado	70.000	100.000
Informe valoración		20.000
Auditoría		20.000
Due Diligence Legal y Financiera		40.000
Total gastos incorporación	**70.000**	**180.000**
GASTOS DE MANTENIMIENTO (ANUALES)	**RANGO BAJO**	**RANGO ALTO**
Mercado	2.940	6.000
Asesor registrado		18.000
Proveedores de liquidez		18.000
Auditorías	15.000	20.000
Total gastos anuales	**17.940**	**62.000**

Fuente: Fellow Funders Capital Markets

los honorarios del asesor registrado podrían situarse en un rango entre 70.000 y 100.000 euros. Si además, el mercado exigiera un informe de auditoría y las *due diligence* financiera y legal y fuera necesario un informe de valoración, dicho coste se podría incrementar como mínimo en otros 80.000 euros. A esos gastos habría que sumarle posibles gastos legales previos a la incorporación al mercado, así como algunos gastos menores de custodia, depositaría y liquidación.

Por lo que respecta a los costes de mantenimiento en el mercado para una empresa del mismo tamaño, estos podrían situarse en un rango bajo de 18.000 euros por año para los tramos más *junior*, como puede ser Euronext *Access*, hasta más de 62.000 euros en Euronext *Growth* o BME Growth una vez sumados los gastos del asesor registrado y el proveedor de liquidez.

MERCADOS DE DEUDA O RENTA FIJA CORPORATIVA

Los mercados alternativos también ofrecen la posibilidad a las pymes de financiarse mediante emisiones de deuda no bancaria a través de los mercados de capitales. Para ello, no es necesario que la empresa tenga sus acciones cotizadas en un mercado concreto, si bien de cara al proceso de admisión de la emisión y captación de inversores el contar con cierto *track-record* como empresa cotizada será una buena palanca de apoyo y además podría abaratar el coste de la deuda.

Para empresas españolas, tanto BME –a través del Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)– como Euronext, ofrecen plataformas de financiación para las pymes a través de instrumentos de deuda, bien sea a través de emisiones de bonos a medio o largo plazo o a través de programas de pagarés.

Al igual que en el caso de las acciones, los requisitos de acceso a este mercado son más flexibles que los existentes en los mercados oficiales regulados y permiten una mayor agilidad en la tramitación de las emisiones con menos exigencias de información y a un coste menor.

En cuanto al perfil inversor, los mercados alternativos de renta fija están principalmente dirigidos a inversores institucionales que deseen diversificar sus carteras incluyendo valores de renta fija corporativa en empresas de tamaño mediano.

Al igual que en el caso de los mercados de renta variable, los emisores de renta fija corporativa deberán contar con la figura del asesor registrado o *listing agent*, cuya función será la de asesorar a las empresas en todo lo relativo a las obligaciones normativas y todos los aspectos de la emisión durante su preparación y a lo largo de la vida de la misma. Además, la colocación de las obligaciones deberá hacerse a través de un miembro del mercado de renta fija correspondiente.

Entre las principales ventajas de financiarse a través de este tipo de instrumentos podemos destacar las siguientes:

- Diversificación de las fuentes de financiación ajena fuera del circuito bancario.
- Menores costes de emisión frente a los mercados "regulados" de renta fija.
- Menores exigencias documentales y administrativas.
- No requieren un rating de la empresa.
- Una vez realizada la primera emisión, el conocimiento del emisor por parte de los inversores facilitará la ejecución de nuevas emisiones dotando a la empresa con una fuente alternativa y recurrente de financiación.

POR QUÉ, CUÁNDO Y CÓMO SACAR A MI PYME A COTIZAR DE FORMA ACCESIBLE

A pesar de las bondades de los mercados alternativos de capitales como alternativa de financiación, no todas las empresas pueden ser aptas para este tipo de mercados, bien porque la propiedad de la empresa no esté interesada en abordar las exigencias documentales y administrativas que conlleva, o bien porque la empresa esté todavía en una fase temprana de crecimiento en la que le sea difícil captar interés inversor y ello no compense los costes que conlleva la incorporación al mercado.

En primer lugar, conviene hacer una recapitulación del POR QUÉ cotizar en un mercado alternativo y las ventajas que conlleva:

- Potenciación del crecimiento de la empresa.
- Diversificación de las fuentes de financiación.
- Facilitador de movimientos corporativos (M&A).
- Imagen y profesionalización.
- Facilitador de procesos de transición accionarial.

Sin embargo, a pesar de las fortalezas de este modelo de financiación, no todas las empresas son aptas para entrar en los mercados de capitales, lo cual nos lleva al CUÁNDO, que vendrá determinado por el cumplimiento de los siguientes requisitos:

- **Disponer de una estructura profesional y administrativa** que permita realizar un seguimiento adecuado de la incorporación y del mantenimiento de la empresa en el mercado. A pesar de los menores requisitos administrativos y de gestión, la preparación de toda la documentación necesaria, los posibles cambios societarios y de gobierno corporativo requerirán esfuerzos de gestión por parte de la compañía.
- **Situación financiera y propuesta de valor óptima.** Aunque no es estrictamente necesario que la empresa genere beneficios, especialmente en sectores de alto crecimiento y requerimientos de *capex*, la empresa deberá contar con una posición financiera que le permita sufragar los costes de cotización. Además, si el objetivo es captar financiación en el mercado, el plan estratégico y financiero de la compañía debe resultar atractivo para el inversor.
- **Oportunidades de crecimiento que justifiquen la incorporación al mercado.** Dichas oportunidades podrán derivar bien de unos planes de inversión bajo un modelo de crecimiento orgánico en determinados mercados o áreas de negocio, o bien de un modelo inorgánico que se sustente en una posible compra de otra unidad productiva, la cual podrá ser financiada con una ampliación de capital y pagada en metálico o intercambiando acciones de la propia empresa cotizada.

- **Situaciones de transición accionarial.** La cotización de la compañía en un mercado de valores abrirá una ventana de liquidez permitiendo vender sus acciones a aquellos accionistas que por diversos motivos así lo deseen.

En cuanto al CÓMO, esto dependerá en gran medida de las necesidades de la empresa que se incorpore al mercado. Como ya se ha comentado en esta guía, existen cuatro modalidades principales de entrada en el mercado bursátil: OPV, OPS, Colocación Privada y Listado Directo. En términos generales, la elección de uno u otro formato dependerá de si con la incorporación al mercado se pretende o no captar capital nuevo para la empresa.

- Si el objetivo es conseguir fondos de inversores en el momento de la salida a Bolsa, la incorporación al mercado deberá hacerse **a través de una oferta pública de suscripción de acciones (OPS)** en la que la empresa emitirá acciones nuevas y las colocará entre inversores en el mercado.

- También podría darse el caso de que la empresa dispusiera de autocartera y decidiera colocarla en el mercado **a través de una oferta pública de venta de acciones (OPV).**

  La ventaja de este formato es que la empresa captará capital para financiar sus planes de expansión, alcanzando mayor nivel de notoriedad en el mercado que corresponda. Por el contrario, este modelo de incorporación al mercado tiene a nuestro juicio dos desventajas fundamentales:

  - La primera desventaja es que es un proceso caro, ya que además de necesitar los servicios del asesor registrado y proveedor de liquidez deberá contar con una o varias entidades que coloquen las acciones entre inversores y en algunos casos que aseguren la colocación. Todo ello eleva los costes de incorporación de manera considerable.
  - La segunda es que a no ser que se asegure la colocación por alguna o algunas entidades financieras, lo cual puede ser bastante oneroso, la empresa puede o no conseguir su objetivo de captación de capital nuevo, bien porque el precio fijado no sea atractivo para los inversores o por condiciones adversas de mercado en el momento de la salida a cotización, con el consiguiente daño reputacional entre sus grupos de interés.

- El otro esquema de incorporación al mercado es **a través de un listado directo.** En este caso, no entra capital nuevo en la empresa en el momento de su incorporación al mercado. La principal desventaja es que la empresa no consigue capital nuevo. Sin embargo, a nuestro juicio existen múltiples ventajas.

  - Una es que los costes de incorporación son sensiblemente más bajos al no requerir entidades colocadoras o aseguradoras.
  - Otra es que al no requerir la entrada de accionistas nuevos, la cotización de las acciones y, por tanto, la valoración de la empresa estará menos expuesta a los avatares del mercado en el momento de la incorporación.

- Y, por último, puesto que no se requieren accionistas nuevos y la valoración será la que determine un valorador independiente o la de referencia en la última ronda de capital en el mercado privado, el precio de las nuevas acciones será menos vulnerable a las condiciones de mercado.

El listado directo está ganando gran popularidad en los mercados más avanzados como puede ser el americano, habiendo sido utilizado por empresas de renombre como Spotify, Slack y en un futuro Airbnb. Las dos primeras, captaron capital en rondas privadas. Se incorporaron al mercado a través de un listado directo, con menores costes de salida y permitiendo vender acciones a algunos de sus inversores históricos. Tras conseguir cierto *track record* entre inversores cumpliendo determinados *KPIs*, deberían ser capaces de captar nuevos fondos a través de ampliaciones de capital cuando lo necesiten.

PREPARANDO TU SALIDA AL "PARQUET"

Tanto el BME Growth como los mercados alternativos de Euronext son mercados no regulados, lo cual conlleva unos menores requisitos de incorporación y de mantenimiento para las empresas que cotizan en cualquiera de ellos. No obstante, a pesar de los menores requerimientos, aquellas pymes que decidan incorporarse a un mercado de valores deberán planificar un proceso de preparación que en algunos casos implicará un cambio cultural en la organización de la propia empresa y en el modelo de relación con sus *stakeholders*.

De cara a preparar su cotización en un mercado alternativo, la empresa deberá cumplir con los siguientes requisitos:

- **Cuentas auditadas de los dos últimos años.** Aunque el Euronext *Access* no exige auditorías, consideramos que es un elemento básico de transparencia ante el mundo inversor. Además, algunos mercados como el BME Growth, pueden exigir una *due dilligence* legal y financiera con una *comfort letter.*

- **Las acciones deberán ser emitidas por una Sociedad Anónima.** No admite pactos de socios. Capital totalmente desembolsado y de libre transmisibilidad. Las acciones estarán representadas por anotaciones en cuenta.

- **Órganos de gobierno definidos.** La empresa deberá contar con un Consejo de Administración y deberá explicitar los sistemas de retribución e incentivos de los miembros de dicho Consejo.

- En el caso del BME Growth, la compañía deberá tener una **capitalización o valoración inferior a 500 millones de euros.** Ésta será determinada por un valorador independiente, aunque también podrá ser el valor asignado en una operación corporativa (ronda de capital) dentro de los 6 meses anteriores a la incorporación al mercado.

- **Relación con Inversores.** La empresa deberá contar con los medios suficientes para comunicar al mercado, al regulador y a los inversores toda aquella información que sea solicitada y que deba hacerse pública a través de comunicados de mercado o hechos relevantes.

- **Para la incorporación al mercado, la empresa deberá contar con un asesor registrado** (BME Growth) **o *listing sponsor*** (Euronext) que elaborará el documento de incorporación al mercado (DIIM) y será el responsable de revisar que la entidad emisora cumple con los requisitos para incorporarse al mercado correspondiente. Asimismo, asesorará al emisor en el cumplimiento de sus obligaciones y responsabilidades.

- **Proveedor de liquidez.** En algunos mercados alternativos como el BME Growth, a la empresa emisora se le exigirá contar con un proveedor de liquidez que favorezca la liquidez de las transacciones de los activos financieros cotizados. Por lo que respecta a Euronext,

esta figura no es obligatoria para las empresas cotizadas, aunque dentro del segmento *Growth* en el que el tamaño y los volúmenes de cotización son mayores, algunas empresas contratan este tipo de servicio.

- **Examen y aprobación del Comité de Admisiones.** Una vez concluido el expediente de incorporación, éste habrá de ser enviado al Comité de admisiones en el caso de Euronext. En un plazo mínimo de 1 mes decidirá en base a la documentación aportada, si la compañía reúne los requisitos para ser admitida a cotización en el mercado. En el caso del BME Growth, el Comité de Coordinación e Incorporación lo presentará al Consejo de Administración el cual deberá comunicar su decisión en un plazo inferior a 3 meses.

- **Toque de campana y cotización de las acciones.** Una vez admitida a cotización, se fijará una fecha de incorporación y las acciones empezarán a cotizar en la apertura del mercado a las 9:00 h. tras la ceremonia del "toque de campana".

- **Información al mercado tras la admisión a cotización.** Una vez que las acciones hayan sido admitidas a cotización, la compañía deberá comunicar a través de "hechos relevantes" y notas de prensa toda aquella información que se considere material o sensible de afectar al precio de sus títulos. Además, con carácter periódico, se deberán publicar los resultados de la compañía; así como sus cuentas anuales y semi-anuales (a excepción de Euronext *Access).*

GRÁFICO 13: FASES EN LA INCORPORACIÓN AL MERCADO

Fuente: Fellow Funders Capital Markets

CONCLUSIONES GENERALES

A lo largo de esta guía, podríamos destacar como sus principales conclusiones o ideas generales a tener en cuenta e invitar a su lectura, trabajo y análisis, las siguientes:

- Frente a la tradicional financiación bancaria, se puede contemplar la diversificación de las fuentes de financiación de una pyme, recurriendo a mercados de capitales, que además también pueden suponer una vía para su crecimiento y expansión.

- En los últimos años desde la Unión Europea se ha fomentado la introducción de pymes en mercados de capitales, como columna vertebral de la economía y empleo europeos. Parte de la estrategia europea hacia un Mercado único de capitales implica facilitar la participación de las pymes en estos mercados, intentando mantener un equilibrio entre la simplificación y eliminación de trabas, y la garantía de seguridad y protección a los inversores.

- La oferta de mercados es variada en Europa, y se adapta a las características y objetivos de la pyme que pretende cotizar. La cotización no conlleva sólo obtención de recursos financieros, sino también otras múltiples ventajas, como mejora de imagen o de profesionalización de la gestión, aunque también supone costes.

- Los mercados alternativos son mercados no regulados, válidos para empresas en expansión o para SOCIMI. Sus requerimientos administrativos y los costes de incorporación y mantenimiento en el mercado son sustancialmente menores que los de los grandes mercados tradicionales y ello los convierte en una buena alternativa a la financiación bancaria para financiar los planes de expansión de las pymes de nuestro país. Además de su aportación como fuente de financiación, la incorporación de una empresa a un mercado aporta notoriedad e imagen ante sus principales grupos de interés (empleados, accionistas, clientes, proveedores, o financiadores, entre otros) al mismo tiempo que conlleva una mejora en sus procesos, organización y gobierno corporativo. Adicionalmente, también da la opción de vender a aquellos accionistas que deseen monetizar sus participaciones en la empresa.

- En esta guía se analizan en detalle los principales mercados alternativos europeos elegibles para las empresas españolas, con especial énfasis en el BME Growth y en los tramos "junior" de Euronext *(Access, Access +* y *Growth)* siendo éste el mayor mercado en Europa, con presencia –hasta el momento de la publicación de la misma– en seis países. La elección de cotizar en uno u otro mercado dependerá de la estrategia de la compañía. Para aquellas empresas cuyo foco estratégico sea el territorio nacional, seguramente el mercado más idóneo sea el BME Growth. Si, por el contrario, la empresa tiene planes importantes de expansión fuera de España y busca una base inversora más internacional, Euronext sería una opción para cubrir sus necesidades.

- Una vez que se ha dado el paso de cotizar en un mercado u otra figura de las accesibles para las pymes, se pueden plantear las ventajas que supone cotizar en otros mercados, pasando de una cotización simple a otra múltiple, aprovechando las diversas economías de escala que implica haber superado los requisitos para cotizar en un mercado de capitales.

- Es necesario conocer los requisitos básicos de los mercados con el objeto de obtener asesoramiento especializado y cumplir con los requerimientos establecidos para la cotización, así como decidir el mercado y el tipo de instrumento a utilizar.

- En un mundo globalizado, interconectado, aunque se trate de pymes, no pueden verse sustraídas a los acontecimientos internacionales, y, por lo tanto, deberán ir avanzando hacia la diversificación de sus fuentes de financiación y el afianzamiento de su crecimiento, cuando no hacia la superación de situaciones sobrevenidas como la actual crisis del coronavirus (COVID-19).

- La figura del asesor registrado para estos mercados es, sin duda, una profesión de futuro para todos los profesionales que están día a día con las pymes, que no son otros que los SMPs, economistas y despachos o firmas de tamaño medio. Este ámbito, si se quiere que sea efectivo y real para la pyme, debe contar con sus "*asesores de cabecera*".

GLOSARIO

AIM - *Alternative Investment Market* perteneciente a la *London Stock Exchange*

BME - Bolsas y Mercados Españoles

CAPEX - Capital expenditure

CSD - *Central Securities Depository,* equivalente en español a Sistemas de Depósito Centralizado (SDC)

DIIM - Documento Informativo de Incorporación al Mercado

KPI - *Key Performance Indicators*

LD - Listado directo o técnico

LSE - *London Stock Exchange*

MARF - Mercado Alternativo de Renta Fija

OPS - Oferta Pública de Suscripción de Acciones

OPV - Oferta Pública de Venta de Acciones

REIT - *Real Estate Investment Trust,* equivalente en español a Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI)

SDC - Sistemas de Depósito Centralizado, en términos anglosajones *Central Securities Depository* (CSD)

SMEs - Small and Medium sized Enterprises

SMPs - Small and Medium sized Practitioners

SOCIMI - Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario, en términos anglosajones *Real Estate Investment Trust* (REIT)

BIBLIOGRAFÍA

Arce, O.; López, E. y **Sanjuan, L.** (2011): *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capital.* Comisión Nacional del Mercado de Valores. Documentos de trabajo nº 52.

Belleflamme, P.; Lambert, T. y **Schwienbacher, A.** (2014): "Crowdfunding: Tapping the right crowd", *Journal of Business Venturing,* Vol. 29, nº 5, pp. 585-722.

Botosan, C.A. (1997): "Disclosure level and the cost of equity capital", *The Accounting Review,* Vol. 72, nº 3, pp. 323-349.

Comisión Europea (2011): Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité de las Regiones y al Comité Económico y Social Europeo. *Un plan de acción para mejorar el acceso a financiación de las pyme* (SEC (2011) 1527 final).

Comisión Europea (2019): Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones. *El Pacto Verde Europeo* (COM (2019) 640 final).

De la Vega García, F. y **Lázaro Sánchez, E. J.** (Dir.) (2018): *Crowdfunding: Cooperación Colectiva al Servicio de la Financiación.* Aranzadi.

Directiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 22 de octubre de 2014 por la que se modifica la Directiva 2013/34/UE en lo que respecta a la divulgación de información no financiera e información sobre diversidad por parte de determinadas grandes empresas y determinados grupos.

Durán Navarro, J.M. (2017): "Estado actual del micropréstamo en Europa", *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, nº 25, pp. 161-178.

European Commission (2019a): *Annual Report on European SMEs 2018-2019.*

European Commission (2019b): *Capital Markets Union: Commission welcomes agreement on new rules to further improve access to capital markets for small businesses.*

Healy, P.M.; Hutton, A.P.; y **Palepu, K.G.** (1999): "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure", *Contemporary Accounting Research,* Vol. 16, nº 3, Fall, pp. 485-520.

Lev, B. (1992): "Information disclosure strategy", *California Management Review,* Vol. 34, nº 4, Summer, pp. 9-32.

Menéndez Pujadas, A. (2020a): Encuesta sobre préstamos bancarios en España: Enero de 2020. *Artículos analíticos. Boletín Económico.* Banco de España.

Menéndez Pujadas, A. (2020b): Encuesta sobre préstamos bancarios en España. Abril de 2020. *Artículos analíticos. Boletín Económico.* Banco de España.

Nobes, C. y **Parker, R.** (1991): *Comparative International Accounting,* Third edition, Prentice Hall Inc, Englewood Cliffs.

Observatoriopyme (2010): *Documento resumen del grupo de financiación para la pyme.* Ministerio de Industria y Turismo. Gobierno de España.

Sengupta, P. (1998): "Corporate disclosure quality and the cost of debt", *The Accounting Review,* Vol. 73, nº 4, October, pp. 459-474.

CASOS DE ÉXITO

GIGAS: APOYÁNDOSE EN EL BME GROWTH PARA FORJAR SU CRECIMIENTO

Fundada en 2011, especializada en servicios *Cloud* de "Infraestructuras como servicios" (IaaS). Su producto "IaaS Cloud" fomenta el valor empresarial, ofreciendo redes, almacenamiento, computación flexible y migraciones de las aplicaciones tecnológicas y cargas de trabajo locales a la nube. De esta forma, consiguen aumentar la productividad y el valor al instante, disminuyendo costes de IT y olvidando la obsolescencia.

CREACIÓN Y TRAYECTORIA

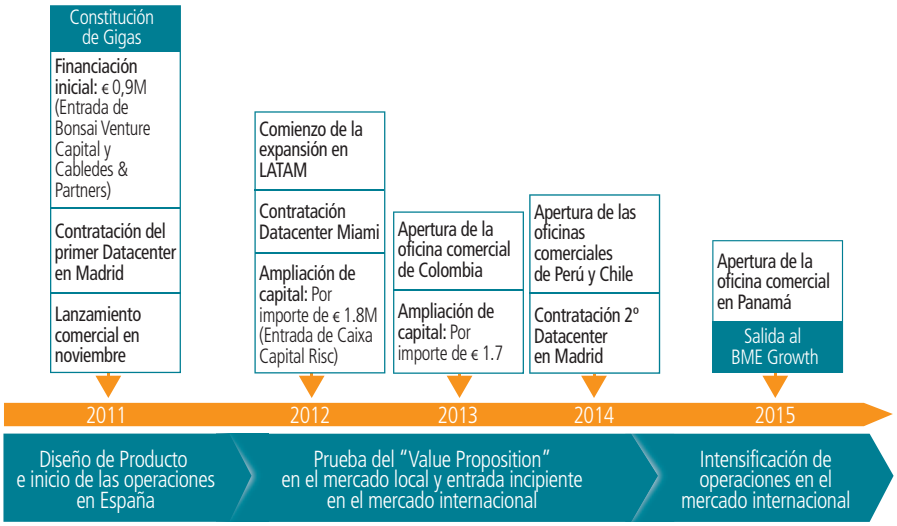
Gigas inició su actividad empresarial en el año 2011 con el diseño de servicios en el ámbito del sector IaaS. En noviembre de ese mismo año, inició su actividad comercial, tras obtener 940.000 euros a través de dos ampliaciones de capital. Cerró ese ejercicio con un total de 126 clientes.

En 2012, con la incorporación de su tecnología en el Data Center NAP de Terremark, en Miami, la compañía inicia su expansión hacia Latinoamérica, primero en Colombia y después en Chile y Perú. Para financiar toda su expansión la compañía llegó a captar un total de 3,5 miles de millones de euros de inversores privados.

SALIDA AL MERCADO Y OBJETIVO CON LA SALIDA

En noviembre de 2015, Gigas da el salto al BME Growth a través de una oferta de suscripción de acciones (OPS). Esta operación le permitió obtener una inyección de 4,1 miles de millones de euros. Su valoración de salida fue de 13,89 miles de millones de euros a un precio de 3,25 euros por título. Ese mismo año, la facturación de la compañía superaba los 5 mil millones de euros.

En 2017, Gigas anuncia la emisión de un bono convertible por valor de 2,5 miles de millones de euros suscrito en su totalidad por *Inverready Technology Investment Group.* Su objetivo es la integración de operadores locales de su sector. Esta operación resultó en el aumento de su cotización en el doble de su valor.



Fuente: Documento Informativo de Incorporación al BME Growth (Resumen de los hitos anteriormente mencionados).

GIGAS EN LA ACTUALIDAD

A principios del 2018, Gigas informa de su primera adquisición, SVT Hosting, por la que compra el 100% de la empresa por 665.000 euros. Esto le permite cerrar el primer trimestre de 2019 con 753 clientes en el segmento Cloud Datacenter y 3.083 en Cloud VPS, y finalizar el año con EBITDA positivo de 1,89 millones de euros y un crecimiento anual de su beneficio neto del 55%.

Desde su salida al mercado en 2015, el valor de la acción se ha duplicado.

ANTEVENIO: EURONEXT COMO PALANCA DE EXPANSIÓN EN EUROPA

Antevenio es una compañía de publicidad online española fundada en 1997, cuya misión es apoyar a los medios digitales a maximizar sus espacios online, liderando el nacimiento de la publicidad online en España y posicionándose como la empresa independiente más importante en ingresos publicitarios online en España.

CREACIÓN Y TRAYECTORIA

Se creó en 1997 bajo el nombre de I-Network como la primera agencia exclusivista de publicidad online en España, transformándose en un líder de e-mail marketing. Fue en el año 2004 cuando Antevenio se convierte en la marca matriz del grupo, priorizándose así la oferta de marketing interactivo.

Tras su incorporación al mercado, la empresa inicia su expansión internacional, adquiriendo la empresa Webnation en Italia, lo que supuso su entrada en este país en el año 2008. Más tarde, en 2009, llegaría Argentina a través de una oficina comercial y una *joint-venture* en el Reino Unido.

La diversificación de las líneas de negocio de la compañía continua en el año 2015 con la adquisición de Coobis, un *market place* de Branded Content & Influencer Marketing, líder en España. Esto permitió que en 2016 su beneficio operativo alcanzara 1,27 miles de millones de €, sumando dos años consecutivos resultados positivos y dejando atrás tres años de números rojos.

SALIDA AL MERCADO Y OBJETIVO CON LA SALIDA

Tras el crecimiento experimentado por la compañía, en 2007 anuncia su salida a Bolsa en el mercado Alternext (precursor del Euronext) dentro el segmento de mercado más accesible: Euronext *Access,* convirtiéndose así en la primera pyme española cotizada en Bolsa.

Su incorporación al mercado se realizó mediante una OPV, ampliando capital por valor de 6,6 miles de millones de €. Con estos fondos, se crearon nuevas líneas de negocio y servicios para los usuarios, así como la adquisición de compañías que pudieran complementar su línea de productos.

Antevenio ha sido una pionera en los mercados de capitales, siendo la primera pyme española en incorporarse a un mercado cotizado extranjero, captando fondos para comenzar su expansión internacional.

ANTEVENIO EN LA ACTUALIDAD

Gracias a su salida a lo que hoy conocemos como Euronext, el grupo ha llevado a cabo una exitosa expansión, tanto de internacionalización, como de diversificación de líneas de negocio. Actualmente, España representa el 47% de sus ventas, siendo el 53% restante ingresos procedentes de sus negocios fuera de España.

El 20 de julio 2020, la compañía anunció su fusión con Rebold, sociedad que opera en sector de comunicación, marketing y publicidad digital. Para ello Antevenio realiza una aportación de acciones a los accionistas de Rebold, a través de una ampliación de capital a precios de mercado. Ello le debería permitir configurar un grupo global de comunicación y marketing digital con una facturación combinada cercana a los 90 millones de euros.

En definitiva, la salida a Bolsa de Antevenio, hizo posible su expansión teniendo como resultado una un importante crecimiento de su volumen de negocio, y el consiguiente aumento del valor de sus acciones.

FACEPHI: DUAL LISTING EN EURONEXT PARA AFIANZAR SU BASE INVERSORA

FacePhi Biometría, S.A. es una compañía especializada en soluciones biométricas multifactoriales con un foco especial en el sector bancario. La empresa comercializa una combinación de sistemas biométricos y otros sistemas de seguridad que aportan una solución completamente digital de integración y de autenticación de identidad que permite acceder, verificar y operar diversos servicios y productos a través de aplicaciones móviles y de internet.

CREACIÓN Y TRAYECTORIA

Partiendo de la sociedad Instituto Biométrico de Reconocimiento Facial F7, Salvador Martí, junto con su equipo, empezó a desarrollar la tecnología de reconocimiento facial, que culminaría en 2012 con la creación de FacePhi Biometría.

Entre 2014 y 2016 la compañía siguió una estrategia de penetración en el mercado, mientras paralelamente desarrollaba y mejoraba de forma considerable su producto, firmando en el año 2015 su primer contrato con un cliente de relevancia.

En estos últimos tres años, la tecnología de FacePhi no ha parado de crecer, aumentando también el número de trabajadores y haciéndose rentable. En la actualidad, cuenta con más de 30 contratos firmados con clientes de relevancia, especialmente en Latinoamérica. Además, ha lanzado cinco líneas de producto y ha creado una compañía filial en Corea del Sur, lo que le permite expandirse también en Asia.

SALIDA AL MERCADO Y OBJETIVO CON LA SALIDA

Tras varias reestructuraciones y ampliaciones de capital, en 2014 Facephi pasó a constituirse como una sociedad anónima, anunciando su salida al Mercado Alternativo Bursátil el 1 de julio de ese mismo año, aumentando y diversificando así su número de accionistas.

Un hito importante se produjo en 2019 mediante el acuerdo con el inversor suizo Nice & Green el cual a través de un crédito convertible en capital y la suscripción de una emisión de *warrants*, aportará a la empresa fondos propios por valor de 4 mil millones de euros.

En el mes de febrero, la empresa se incorporó al mercado Euronext *Growth* a través de un *dual listing,* con el objetivo de acceder a un número mayor de inversores, permitiéndole ganar notoriedad y mayor visibilidad en los mercados europeos.

Los principales clientes de FacePhi son entidades financieras en España y Latinoamérica. El hecho de tener cotizadas sus acciones en un mercado como Euronext incrementará su credibilidad y solvencia como marca en los mercados europeos.

Además, su salida a Euronext proporcionará mayor liquidez a los accionistas que desde su creación han venido apoyando este proyecto de éxito.

FACEPHI EN LA ACTUALIDAD

Durante los dos últimos años, los resultados de la compañía han dado un vuelco significativo, generando un EBITDA en 2019 de 3,1 mil millones de euros frente a 0,9 mil millones de euros en 2017. Este hecho, unido al buen sentimiento generado por su incorporación a Euronext dio lugar a una subida en el precio de sus acciones del 300% en 2019 convirtiendo a FacePhi en la compañía con mejor rentabilidad de toda la Bolsa española.

Ello le ha permitido financiar parte de su crecimiento con acciones, como se vio en la reciente adquisición de Ecertic Digital Solutions por valor de 2 mil millones de euros, la cual fue financiada parte en metálico (1,16 mil millones de euros) y el resto con 164.706 acciones de la propia compañía.

Fuente: https://valenciaplaza.com/

EDITA: CONSEJO GENERAL DE ECONOMISTAS DE ESPAÑA

ISBN: 978-84-86658-93-9

REVISIÓN TÉCNICA

Mª Victoria Nombela. SECRETARIA TÉCNICA. EAF ASESORES FINANCIEROS-CGEE

Jorge Capeans. SECRETARIO TÉCNICO. EC ECONOMISTAS CONTABLES-CGEE

No está permitida la reproducción total o parcial de este estudio, ni su almacenamiento o transmisión por ningún medio (electrónico, mecánico, grabación, fotocopia, etc.) sin permiso previo del editor.

Diseño y maquetación: desdecero, estudio gráfico

ESTUDIOS

GUÍA SOBRE MERCADOS COTIZADOS PARA PYMES

Una opción accesible y real de financiación alternativa

NOVIEMBRE 2020

COLABORADORES

economistas
Consejo General
EAF asesores financieros
EC economistas contables

CÁTEDRA EC-CGE

economistas Consejo General
CEPYME
CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA
BME BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES a SIX company
fellowfunders CAPITAL MARKETS