



UNIVERSIDAD POLITÉCNICA DE VALENCIA
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN DE EMPRESAS: EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

TRABAJO FINAL DE CARRERA

Alumno:

Dña. Francisca Herranz Báez

Directores:

Dña. Consuelo Calafat Marzal

D. José Manuel Guaita Martínez



“Cuando los motivos desplazan a las razones, cuando la arbitrariedad impera sobre los argumentos legítimos, se corrompe una profesión y deja de ofrecer los bienes que sólo ella puede proporcionar y que son indispensables para promover una vida humana digna. Con lo cual pierde su auténtico sentido y su legitimidad social”

(Cortina, A. 1998)



ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	15
1.1. RESUMEN	15
1.2. JUSTIFICACIÓN DE LAS ASIGNATURAS	17
1.3. OBJETO DEL TRABAJO	20
1.4. OBJETIVOS ESPECÍFICOS	20
1.5. METODOLOGÍA	21
2. LOS SISTEMAS FINANCIEROS. ELEMENTOS QUE LO COMPONEN	23
2.1. DESCRIPCIÓN DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS	23
2.2. ACTIVOS FINANCIEROS	25
2.2.1. CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS	26
2.2.2. CLASIFICACIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS	28
2.3. INSTITUCIONES FINANCIERAS	31
2.3.1. CLASIFICACIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	32
2.3.2. CARACTERÍSTICAS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	35
2.4. MERCADOS FINANCIEROS	36
2.4.1. CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	37
2.4.2. CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	38
2.4.3. GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS	43
3. EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL	45
3.1. EVOLUCIÓN Y ESTRUCTURA ACTUAL	45
3.2. CONTROL Y SUPERVISIÓN	50
3.2.1. BANCO DE ESPAÑA	50

3.2.2. DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES....	52
3.2.3. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES.....	53
3.2.4. COORDINACIÓN DE SUPERVISORES	54
3.3. PRINCIPALES MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES	56
3.3.1. MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES	56
3.3.2. SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN (SMN).....	60
3.3.3 EMPRESAS DE MERCADO	61
4. LA FINANCIACIÓN EN LAS EMPRESAS	63
4.1. DECISIONES DE FINANCIACIÓN.....	63
4.2. CLASIFICACIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN	64
4.3. FUENTES DE FINANCIACIÓN NO TRADICIONALES PARA PYMES	69
4.3.1. SITUACIÓN ACTUAL.....	69
4.3.2. BUSINESS ANGELS.....	72
4.3.3. EL CAPITAL RIESGO	76
4.3.4. CROWDFUNDING	77
4.3.5. SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA.....	78
5. EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL.....	81
5.1. DESCRIPCIÓN DEL MAB.....	81
5.2. FUNCIONAMIENTO DEL MAB	82
5.2.1. ASESOR REGISTRADO.....	83
5.2.2. PROVEEDOR DE LIQUIDEZ	86
5.2.3. REQUISITOS DE ADMISIÓN.....	87
5.3. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DEL MAB	89
5.4. CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL MAB	94
5.4.1. TAMAÑO.....	94

5.4.2. SECTOR	96
5.5. MERCADOS BURSÁTILES ALTERNATIVOS EN UE.....	97
5.6. LA LIQUIDEZ DEL MAB.....	101
6. EL CONTROL DEL MAB	103
6.1. EL PAPEL DE LA CNMV	103
6.2. EL CASO GOWEX.....	105
6.2.1. ANTECEDENTES	105
6.2.2. EL ESCÁNDALO DE LAS CUENTAS FALSAS DE GOWEX.....	111
6.3. OTROS CASOS ANTERIORES: ZINKIA, BODACLICK Y NOSTRUM	115
6.4. EL EFECTO SOBRE EL RESTO DE MERCADOS FINANCIEROS.....	117
7. PROPUESTAS DE MEJORA	123
8. CONCLUSIONES.....	125
BIBLIOGRAFÍA.....	129
ANEJOS.....	135
ANEJO 1. LISTADO DE ASESORES REGISTRADOS MAB (DICIEMBRE 2014)	135
ANEJO 2. LISTADO INFORMATIVO NO EXHAUSTIVO Y PURAMENTE INDICATIVO DE INFORMACIONES RELEVANTES O DE INTERÉS A PUBLICAR, CON CARÁCTER INMEDIATO, POR LAS SOCIEDADES QUE SE NEGOCIEN EN EL MAB-EE.....	139
ANEJO 3. PERFIL FINANCIERO LET'S GOWEX.....	141



ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Modelo de Flujo Circulatorio: Producción, Renta y Gasto Social. Fuente: (Dornbusch et al, 2009)	23
Figura 2. Elementos de los Sistemas Financieros. Fuente: (Calvo et al, 2010)	25
Figura 3. Activos Financieros según rentabilidad y riesgo. Fuente: (Guadalajara, 2011)	27
Figura 4. Función de los agentes especialistas. Fuente: (Guadalajara, 2011)	32
Figura 5. Función de los intermediarios financieros. Fuente: (Guadalajara, 2011)	34
Figura 6. Clasificación de los mercados financieros globales. Fuente: (Calafat, 2014)	44
Figura 7. Estructura del Sistema Financiero Español. Fuente: (Calvo et al, 2010)	47
Figura 8. Distribución activos financieros en Instituciones financieras (I). Elaboración propia a partir de datos del Banco de España. (Banco de España, 2015).....	48
Figura 9. Distribución activos financieros en Instituciones financieras (II). Elaboración propia a partir de datos del Banco de España. (Banco de España, 2015).....	49
Figura 10. Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Fuente: (European Central Bank, 2014)	51
Figura 11. Organigrama de la DGSFP. Fuente: (Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, 2014).....	53
Figura 12. Estructura, Organización y Funcionamiento del Mercado de Valores Español. Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2013)	58
Figura 13. Organigrama de Bolsas y Mercados Españoles. Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2015).....	62
Figura 14. Clasificación de fuentes de financiación. Elaboración propia.	66
Figura 15. Evolución en la estructura financiera por tamaño en %. Fuente: (Maudos y Fernandez de Guevara, 2014)	69

Figura 16. Crecimiento anual del crédito dispuesto para financiar actividades productivas y crédito total dispuesto (%). Fuente: (Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2014).....	70
Figura 17. Interés de los préstamos a PYMES de hasta un millón de Euros. Fuente: (Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2014).....	71
Figura 18. Evolución del importe de préstamos y créditos y de los tipos de interés (TAE) de nuevas operaciones para sociedades no financieras. Fuente: (Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2014).....	72
Figura 19. Etapas de financiación de empresas. Elaboración propia.	73
Figura 20. Evolución del importe de los avales formalizados (en millones de €). Elaboración propia. Fuente: (CESGAR, 2013).....	79
Figura 21. Financiación total obtenida en el MAB por año. Fuente: (Rovira y De la Cruz, 2014)	81
Figura 22. Distribución de empresas por Comunidad Autónoma. Fuente: (Giralt y Gonzalez, 2012)	90
Figura 23. Distribución de empresas por Sector. Fuente: (Giralt y Gonzalez, 2012) ...	91
Figura 24. Incorporaciones al MAB. Elaboración propia a partir de datos del MAB.....	92
Figura 25. Clasificación de empresas por empleados. Elaboración propia a partir de datos del MAB.	94
Figura 26. Clasificación de empresas por volumen de negocio. Elaboración propia a partir de datos del MAB.	95
Figura 27. Clasificación de empresas por volumen de negocio. Elaboración propia a partir de datos del MAB.	96
Figura 28. Distribución de empresas cotizadas en MAB por sector. Elaboración propia a partir de datos de MAB.	97
Figura 31. Número de compañías cotizadas por mercado. Elaboración propia con datos de FESE (Federation of European Securities Exchanges, 2013).	99

Figura 32. Capitalización del mercado en millones de euros. Elaboración propia con datos de FESE (Federation of European Securities Exchanges, 2013).	99
Figura 29. Distribución de empresas cotizadas en AIM por sector. Elaboración propia a partir de datos de AIM. (London Stock Exchange Group, 2013)	100
Figura 30. Distribución de empresas cotizadas en Alternext por sector. Elaboración propia a partir de datos (Cano, 2008)	101
Figura 33. Ingresos de explotación de GOWEX en millones de Euros. Fuente: Elaboración propia a partir de datos del SABI (Dijk, 2014) ver Anexo3.....	108
Figura 34. Rentabilidad económica de GOWEX (%).Fuente: Elaboración propia a partir de datos del SABI (Dijk, 2014) ver Anexo3.	109
Figura 35. Evolución del valor de cotización de las acciones de GOWEX en el MAB y del IBEX35, con base 100 en mayo de 2013. Fuente: (MAB, 2015).....	110
Figura 36. Evolución del valor de la acción (€) y variación diaria (%) en el Alternext. Fuente: (GOWEX, 2014).....	110
Figura 37. Ultima noticia publicada en la página web de GOWEX. Fuente: (GOWEX, 2014)	111
Figura 38. Extracto del informe de auditoría de Let's Gowex y sociedades dependientes 2011. Fuente: (M&A Auditores S.L., 2012).....	115
Figura 39. Extracto del informe de auditoría de Let's Gowex y sociedades dependientes 2013.	118
Figura 40. Evolución de cotización MAB entre 30/06/2014 y el 14/11/2014. Fuente: (Rovira y De la Cruz, 2014).....	119
Figura 41. Evolución de los últimos 12 meses. Fuente: (Rovira y De la Cruz, 2014).	120
Figura 42. Variación de los índices IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap en 2014. Elaboración propia. Fuente: (BME, 2015)	121
Figura 43. Variación de los principales índices del IBEX en 2014. Elaboración propia. Fuente: (BME, 2015).....	122



ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Clasificación Activos Renta Fija. Elaboración propia.	29
Tabla 2. Clasificación de los mercados financieros. Elaboración propia.	39
Tabla 3. Servicios de mercado. Elaboración propia.	61
Tabla 4. Origen financiación interna y externa. Elaboración propia. Fuente: (Casanovas y Bertran, 2013)	65
Tabla 5. Inversión por business angel y país. Fuente: (EBAN, 2014).....	75
Tabla 6. Principales variables del sector. Fuente: (ASCRI, 2014)	77
Tabla 7. Comparativa de las principales características de los asesores registrados. Elaboración propia. Fuente: (Bolsas y mercados españoles, 2007) y (London Stock Exchange, 2014).....	85
Tabla 8. Proveedores de liquidez del MAB. Fuente: (Palacín y Jara-Corrales, 2012)..	87
Tabla 9. Características universo objetivo de empresas. Fuente: (Bolsas y mercados españoles, 2007)	90
Tabla 10. Empresas cotizadas en MAB. Fuente: (MAB, 2015).....	93
Tabla 11. Mercados alternativos en Europa. Elaboración propia con datos de FESE (Federation of European Securities Exchanges, 2013).	98
Tabla 12. Cronología de GOWEX desde su inicio. Fuente: Elaboración propia.	107
Tabla 13. Cronología del caso GOWEX. Fuente: Elaboración propia.	113
Tabla 14. Perfiles de Empresa. Elaboración propia.	116



1. INTRODUCCIÓN

1.1. RESUMEN

En los últimos años, se ha producido una contracción del crédito que ha afectado de manera especial a las pequeñas y medianas empresas. Si además se tiene en cuenta que, según los últimos datos de la Dirección General de Industria, el 99,88% del tejido empresarial español está constituido por PYMES que generan el 66% del empleo empresarial (Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2014), se puede entender la importancia que tiene para la economía española la existencia de fuentes de financiación alternativas a las tradicionales.

En este sentido, en el año 2008 se puso en marcha el Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión (MAB-EE) con el fin de ofrecer a empresas de baja capitalización, una alternativa para la captación de fondos en un mercado de valores con una regulación específica adaptada a este tipo de empresas. En otros países este tipo de mercados ha tenido un gran éxito como es el caso de Reino Unido con el Alternative Investment Market (AIM) y Francia con el Alternext.

El objetivo de este trabajo es realizar un análisis del MAB, y en particular, su utilización como fuente de financiación por empresas concretas, y con una casuística específica, como es el caso de Let's Gowex, Zinkia, Bodaclick y Nostrum.

Para ello, en el primer capítulo del trabajo se ha realizado una descripción de los principales elementos de los sistemas financieros (activos financieros, instituciones financieras y mercados financieros) dada la importancia que estos sistemas tienen como canalizadores de recursos financieros desde los agentes económicos con excedente de fondos, hacia los demandantes de recursos.

Para poder entender el funcionamiento del MAB y analizar el caso de las empresas propuestas que han cotizado en él, se ha realizado en el capítulo 3 una descripción del sistema financiero español, en especial de los mercados de valores que operan actualmente bajo la Ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores (LMV), y de los órganos de supervisión y control.

En el capítulo 4, se han analizado datos concretos para poder entender la dificultad que en los últimos años han tenido las empresas para financiarse, en especial las pequeñas y medianas empresas, y la importancia que esta financiación tiene para el crecimiento y funcionamiento de las mismas. Se ha realizado un breve repaso a las fuentes de financiación de que disponen las empresas, en especial a aquellas menos tradicionales como el MAB, los business angels, el capital riesgo o el crowdfunding.

El capítulo 5 se ha dedicado a dar una visión del MAB, su funcionamiento, sus particularidades y los principales agentes que operan en él, así como realizar un análisis de las empresas que cotizan en él actualmente y su evolución desde su creación en el año 2008. Se han repasado los mercados alternativos europeos que existen a día de hoy y se han analizado las principales magnitudes del MAB respecto de los mercados más importantes que hay en este momento en Europa: el AIM británico y el Alternext francés.

Por último, en el capítulo 6 se ha estudiado el caso de la empresa Lets Gowex, que tuvo una gran repercusión mediática, y dio lugar a gran cantidad de artículos que cuestionaron la supervisión del mercado y al propio MAB. Fue un informe publicado en la web www.gothamcityresearch.com el que alertó de la falsedad de los datos presentados por Gowex y que hasta el momento, no solamente habían sido dados por buenos por parte de analistas, auditores y demás agentes del mercado, si no que se había convertido en una de las empresas más conocidas y galardonadas del panorama empresarial español con varios premios como el Premio Emprendedor del año 2012 a su CEO Jenaro García, el OSEI Anvar de las empresas innovadoras en 2008, e incluso llegó a ser finalista en los Premios Príncipe Felipe de la Excelencia Empresarial en la modalidad de innovación tecnológica en el año 2006.

Se ha analizado también la repercusión que este hecho tuvo en el resto de empresas que cotizan en el MAB, y en el propio mercado, así como unos casos anteriores de empresas que fueron suspendidas de cotización Zinkia, Nostrum y Bodaclick.

El trabajo concluye con las propuestas de mejoras y las conclusiones en los capítulos 7 y 8 respectivamente.

1.2. JUSTIFICACIÓN DE LAS ASIGNATURAS

Todas las asignaturas cursadas durante la carrera de Administración y Dirección de empresas han contribuido en mayor o menor medida al desarrollo de este trabajo.

Sin embargo, se destacan a continuación las más relevantes para la realización del trabajo final de carrera:

Capítulo del TFC	CAPÍTULO 2: LOS SISTEMAS FINANCIEROS CAPÍTULO 3: EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL
Asignaturas relacionadas	Economía Española y Mundial. Macroeconomía Sistemas y mercados financieros Dirección Financiera
Breve justificación	<p>Han sido necesarios los conocimientos adquiridos en estas asignaturas para conocer y entender el funcionamiento de los mercados financieros, y su papel en la economía española y mundial. Así como las particularidades de los principales mercados primarios y secundarios, y en particular, los mercados alternativos objetivos de este trabajo.</p> <p>Se ha aplicado todo lo aprendido sobre los elementos de los sistemas financieros: activos financieros, instituciones financieras y mercados financieros, en cuanto a su concepto, funciones y tipología.</p> <p>Dentro del sistema financiero español ha sido de especial importancia para este trabajo el conocimiento adquirido de los mercados de valores españoles regulados por la LMV, el papel del Banco de España y la CNMV.</p>

Capítulo del TFC	CAPÍTULO 4: FUENTES DE FINANCIACIÓN PARA LAS EMPRESAS
Asignaturas relacionadas	Economía de la Empresa I Economía de la Empresa II Dirección Financiera Contabilidad Financiera Matemáticas Financieras
Breve justificación	<p>En este capítulo han sido necesarios conocimientos sobre la estructura y organización de una empresa, vistas en Economía I y II y las necesidades de financiación que ésta tiene para su funcionamiento y crecimiento.</p> <p>Se debe de conocer cómo se financian las empresas, siendo necesario lo aprendido sobre las fuentes de financiación existentes (Economía II y Dirección Financiera) y el coste que supone para ella (Matemáticas Financieras).</p> <p>También han sido necesarios los conocimientos adquiridos en Contabilidad Financiera sobre los Balances y las Cuentas de Pérdidas y Gastos.</p>

Capítulo del TFC	CAPÍTULO 5: EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL CAPÍTULO 6: EL CONTROL DEL MAB
Asignaturas relacionadas	Economía de la Empresa I Economía de la Empresa II Dirección Financiera Contabilidad General y Analítica

	<p>Contabilidad de Sociedades</p> <p>Contabilidad Financiera</p> <p>Economía Española Regional</p> <p>Ética en las Organizaciones Públicas</p>
<p>Breve justificación</p>	<p>Se han necesitado los conocimientos de Economía I y II, para poder tener una visión general de empresa, de su gestión y de las funciones de esta, así como de sus necesidades de inversión y financiación.</p> <p>Para este trabajo ha tenido gran relevancia la necesidad de financiación de las empresas, las alternativas de que dispone una empresa, especialmente las empresas en expansión, y su problemática, por lo que ha resultado básica la asignatura de Dirección Financiera.</p> <p>Las asignaturas de Contabilidad mencionadas, han ayudado al análisis y evolución de las empresas que acceden a los mercados alternativos europeos, y en particular al mercado en estudio, el MAB, a través de las Cuentas Anuales, Balances de Situación e Informes de Auditoría.</p> <p>Economía Española y Regional ha sido necesaria porque proporciona una visión general de la economía española que ha ayudado a comprender la situación actual comparando con otros países, en nuestro caso de estudio, europeos.</p> <p>En el análisis del caso práctico se ha aplicado lo aprendido en la asignatura de Ética en las Organizaciones Públicas, en todo aquello relacionado con la ética profesional y los Códigos de Conducta</p>

1.3. OBJETO DEL TRABAJO

El objetivo de este trabajo es realizar un análisis del MAB, y en particular, su utilización como fuente de financiación por empresas concretas, y con una casuística específica, como es el caso de Let's Gowex, Zinkia, Bodaclick y Nostrum.

1.4. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Mediante la realización del presente Trabajo Final de Carrera, se pretende alcanzar una serie de objetivos principales (OP), que se complementan con unos objetivos secundarios (OS). A continuación se detallan ambas clases de objetivos:

OP1: Analizar el papel de los sistemas financieros y sus principales elementos.

- OS1.1: Describir la función de los sistemas financieros en la economía de mercado.
- OS1.2: Entender el papel de activos, instituciones y mercados financieros y los distintos tipos existentes de cada uno de estos elementos.

OP2: Conocer la organización del sistema financiero español.

- OS2.1: Analizar el modelo de supervisión existente y las funciones de los supervisores establecidos.
- OS2.2: Describir los mercados de valores y cómo están organizados.

OP3: Analizar las fuentes de financiación de que disponen las PYMES

- OS3.1: Entender la necesidad de financiación de las empresas y las fuentes de que disponen
- OS3.2: Analizar la dificultad de financiación de las PYMES en el entorno económico actual y conocer fuentes de financiación distintas a las tradicionales.

OP4: Descripción del MAB

- OS4.1: Entender cómo se organiza el mercado alternativo y compararlos con otros mercados alternativos europeos

- OS4.2: Descripción de las empresas que cotizan en él.

OP5: Analizar el MAB como fuente de financiación de PYMES a través de casos concretos de empresas cotizadas.

- OS5.1: Descripción de los casos de Gowex, Zinkia, Bodaclick y Nostrum.
- OS5.2: Revisión de la actuación de los órganos de supervisión y control en los casos presentados

Para poder analizar el papel del MAB como fuente de financiación alternativa de las PYMES, se han de tener en cuenta todos los objetivos marcados en el presente capítulo. A través de los objetivos marcados como secundarios se conseguirán alcanzar los objetivos primarios, lo que nos permitirá no perder el horizonte del presente proyecto.

1.5. METODOLOGÍA

En cuanto a la metodología seguida para la elaboración del presente estudio, se han utilizado los conocimientos adquiridos en las distintas asignaturas cursadas durante la Licenciatura de Administración y Dirección de Empresas, y cuya justificación se ha descrito en el apartado anterior.

Se ha asistido a FORINVEST'15 en Valencia, visita organizada por la Facultad, y en la que se ofrecían diversas conferencias relacionadas con las tecnologías, las novedades legislativas y el trading (concretamente análisis técnicos en los mercados Ibex35, Dax, Dow Jones,...), algunos “elevator pitch” en el que emprendedores presentaban sus proyectos a inversores para conseguir financiación, y en el que se pudieron realizar entrevistas con agentes de BME y de BigBan Angels, asociación de business angels ubicada en la UPV.

También se ha asistido al seminario “¿Para qué sirven los mercados financieros” impartido por Manuel Illueca, Investigador del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas y organizado por la Fundación Étnor, en el que se trataban los temas relacionados con los estudios sobre los mercados perfectos y la necesidad de supervisión de los mismos.

La obtención de los datos utilizados en los capítulos se ha realizado mediante un proceso de investigación con el fin de aproximarlos fielmente a la realidad. Los recursos utilizados han sido páginas WEB a través de internet, libros y apuntes utilizados durante la carrera, consulta a expertos y profesionales. Adicionalmente se ha utilizado la experiencia profesional propia, complementándola con diversas herramientas, métodos y procedimientos que han sido desarrolladas durante la carrera.

El título del trabajo es *ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN DE EMPRESAS: EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL* y contiene los siguientes puntos:

- Índice de contenidos numerado y paginado al inicio del trabajo.
- Índice de tablas, gráficos, figuras e imágenes también numerado y paginado.
- Páginas numeradas.
- Bibliografía citada en el apartado correspondiente y enumerado siguiendo las normas ISO 690/1987, de referencias bibliográficas, e ISO 690-2/1997, de referencias bibliográficas sobre documentos electrónicos. Aparecen en el texto mediante el método del primer elemento y fecha, además están recopiladas en una lista bibliográfica ordenada alfabéticamente.

2. LOS SISTEMAS FINANCIEROS. ELEMENTOS QUE LO COMPONEN.

2.1. DESCRIPCIÓN DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS

En la economía de mercado que impera en la actualidad, los recursos económicos se mueven en función de muchas decisiones privadas, y los precios actúan como señales del mercado que indican cual es el mejor destino para dichos recursos.

En cualquier economía, se pueden distinguir dos tipos de mercados, el *mercado de productos* donde se compran y venden bienes y servicios producidos, y el *mercado de factores de producción* al que acuden las empresas que necesitan algunos de los factores de producción (mano de obra, tierra y capital).

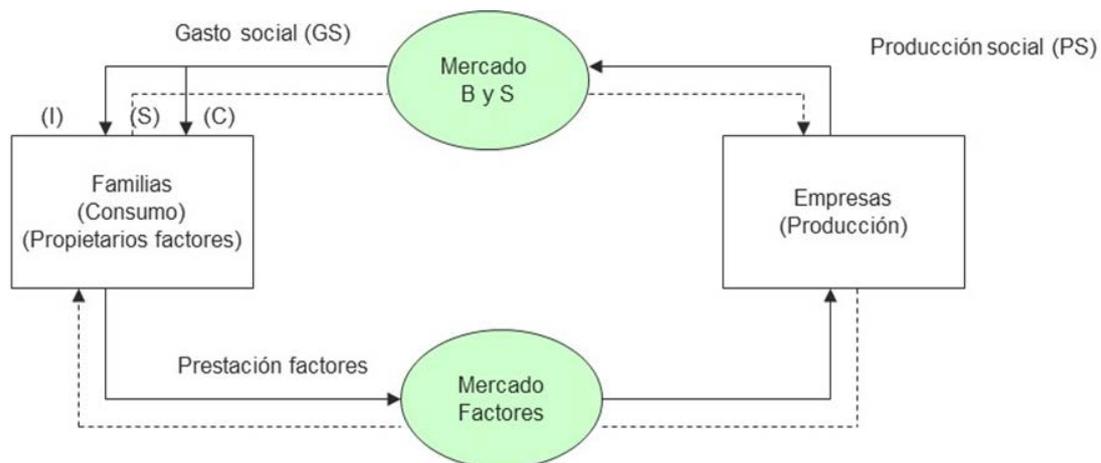


Figura 1. Modelo de Flujo Circulatorio: Producción, Renta y Gasto Social¹. Fuente: (Dornbusch et al, 2009)

En el mercado de factores de producción se integran los mercados financieros. En estos mercados financieros se canaliza el ahorro que se genera por parte de los agentes

¹ Donde (I): Inversión, (S): Ahorro y (C): Consumo

económicos con superávit hacia las unidades de gasto con déficit (hogares, empresas y Estado). En ellos, los ahorradores entregan su exceso de fondos a los demandantes a cambio de activos financieros con los que pretenden obtener un beneficio en el futuro. Por su parte, los prestatarios necesitan de estos fondos para invertirlos en activos tangibles.

Es en los sistemas financieros donde se relacionan la macroeconomía y las políticas económicas con los individuos de un país: las variaciones en los tipos de interés afectan a la decisión de comprar una casa, de dirigir los ahorros o de rentabilizar los planes de pensiones, por ejemplo.

El sistema financiero de un país está formado por el conjunto de mercados, medios e instituciones, es decir, por los mercados financieros, los activos financieros que en ellos se negocian y las instituciones que actúan como intermediarios entre los prestamistas y los prestatarios. Su papel resulta fundamental por dos razones: en primer lugar, generalmente no tiene por qué coincidir los fondos ofrecidos por prestamistas y demandados por prestatarios, y en segundo lugar, los ahorradores pueden no estar dispuestos a aceptar los activos emitidos por los prestamistas en las condiciones de liquidez, seguridad y riesgo que se ofrecen.

Este sistema será más eficiente cuanto mayor sea el flujo de ahorro que es capaz de canalizar, y mayor su capacidad para adaptarse a las preferencias individuales de los agentes económicos. Para ello, el sistema necesitará instituciones o intermediarios financieros especializados, así como de una variedad de activos financieros que determinarán la complejidad del sistema: cuanto mayor sea el número de intermediarios, mayor su especialización y mayor la diversidad de activos, mayor será su complejidad.

Se denominan *activos financieros primarios*, a aquellos que son ofrecidos por las unidades de gasto con déficit, y que son adquiridos por los ahorradores sin transformación alguna. Por contra, se consideran *activos financieros secundarios* aquellos que son adquiridos por los ahorradores y emitidos por los intermediarios, provenientes de una transformación más o menos compleja de otros activos financieros. En el siguiente esquema, se detallan los elementos de un sistema financiero, y las relaciones entre ellos. En los siguientes apartados se describirá cada uno de los elementos del sistema.

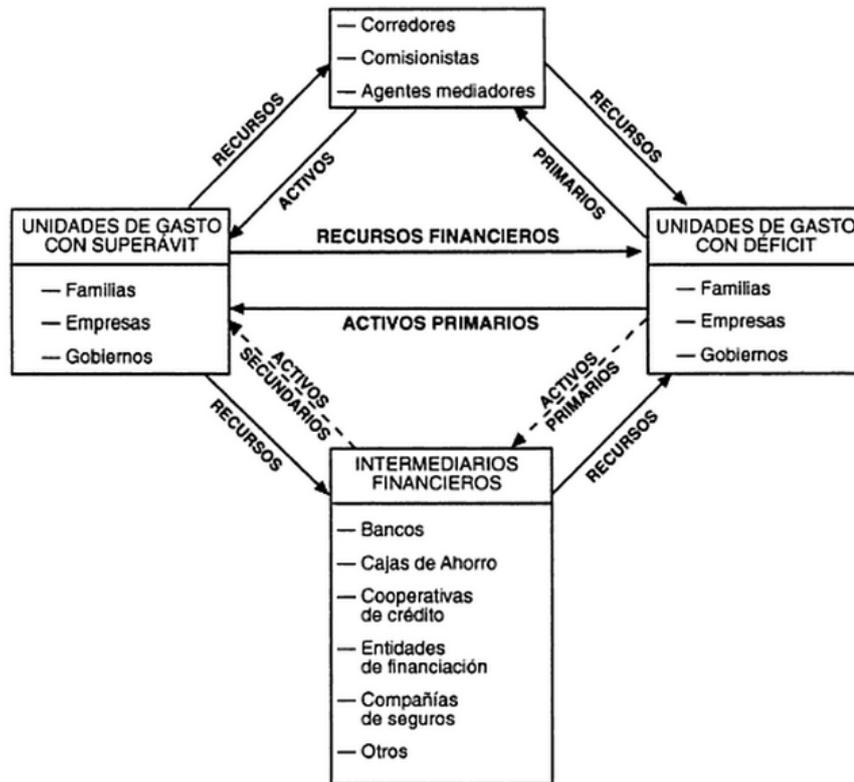


Figura 2. Elementos de los Sistemas Financieros. Fuente: (Calvo et al, 2010)

2.2. ACTIVOS FINANCIEROS

Hasta ahora se han introducido los activos financieros como medio para canalizar el ahorro entre los agentes económicos, pero ¿qué es un activo financiero?

Un activo es cualquier posesión que tiene un valor de intercambio. Existen dos tipos de activos, los tangibles, cuyo valor depende de propiedades físicas particulares, y los intangibles, que representan obligaciones legales sobre algún beneficio futuro.

Se pueden definir **los activos financieros** como, activos intangibles que incorporan una obligación de rentabilidad futura. Ejemplos de activos financieros son los Bonos del Estado, las Letras del Tesoro, las acciones de Telefónica,...de los que cualquier poseedor pretende recibir un beneficio económico.

Estos activos financieros se materializan en títulos, o lo que es cada vez más habitual, en anotaciones contables y son emitidas por las unidades económicas de gasto para poder obtener fondos. Una vez adquiridos estos activos primarios por los ahorradores, pueden ser transmitidos antes de su vencimiento a través de mercados secundarios a otros titulares o transformados por los intermediarios financieros en activos financieros secundarios, más acordes a las preferencias de los agentes económicos.

Para los prestatarios que demandan fondos y emiten los títulos, el activo financiero se convierte en un pasivo, mientras que para el poseedor, representa un activo todo el tiempo en que está en su poder, es por ello que los activos financieros, no contribuyen a incrementar la riqueza de una economía, pero “facilitan la movilización de los recursos reales de la economía”. (Rojo, 1978)

En una economía monetaria, los activos financieros tienen una doble función. Además de permitir la transferencia de fondos desde los agentes económicos con exceso hacia aquellos que necesitan dichos fondos para la adquisición de activos tangibles, redistribuyen el riesgo de los flujos de efectivo que generan estos activos tangibles, entre sus poseedores (demandantes de fondos), y los que han prestado los fondos.

2.2.1. CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Un activo financiero se caracteriza principalmente por tres variables, la liquidez, el riesgo y la rentabilidad, que se pueden dar en diverso grado para cada activo:

- **Liquidez:** Facilidad que tenga el activo para convertirse en dinero sin perder valor.
- **Rentabilidad:** Capacidad del activo para producir resultados económicos, bien sean rendimientos directos (por ejemplo intereses) o indirectos (por ejemplo desgravaciones en impuestos)
- **Riesgo:** Está relacionado con la solvencia del emisor del activo y la garantía que tiene el propio activo, y depende de que el emisor atienda sus obligaciones de pago de los intereses y a la devolución del principal.

La propiedad del activo financiero, da a su poseedor un derecho sobre los recursos del emisor, recursos que pueden cambiar a lo largo del tiempo, y cuya

variación afectará por tanto al poseedor del activo que compartirá el riesgo de la actividad con el emisor.

El riesgo de un activo se descompone en dos partes, el *riesgo único* que es específico del título y depende del emisor, y el *riesgo sistémico* que depende del mercado, no del emisor, y afecta a todos los títulos del mercado.

En función de estas características los agentes económicos organizan sus carteras de activos, así la rentabilidad y el riesgo de un activo están relacionadas, de manera que para adquirir un activo con un elevado riesgo, el comprador exigirá una rentabilidad mayor que la que exigiría a un activo con un riesgo asociado menor.

En el siguiente gráfico se muestran diferentes clases de activos financieros ordenados según su rentabilidad y riesgo.

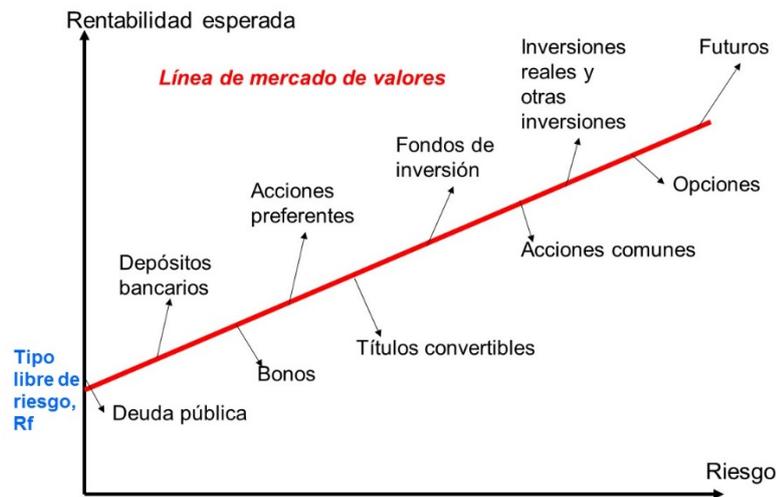


Figura 3. Activos Financieros según rentabilidad y riesgo. Fuente: (Guadalajara, 2011)

Sin embargo, también existen otros factores externos que pueden afectar a la rentabilidad de los activos financieros, tales como la situación económica, las expectativas u otros de carácter especulativo. Así por ejemplo, la necesidad de financiación del Estado en nuestro país, ha dado lugar en muchas ocasiones, a

emisiones de deuda pública con un interés elevado para captar el ahorro en detrimento de las inversiones.

2.2.2. CLASIFICACIÓN DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Los activos financieros más importantes que emiten las empresas para captar fondos, y que les permite financiarse son las acciones y las obligaciones.

Las **acciones** representan una participación en la propiedad de la empresa y se caracterizan por no tener plazo de amortización, y por remunerar al poseedor a través de dividendos, es decir, participaciones en los beneficios de la empresa.

Las **obligaciones** representan la participación en un crédito de la empresa que lo ha emitido, y se caracterizan por tener un plazo de amortización definido en su adquisición, y llegado el cual se devuelve su importe. La remuneración al inversor durante el tiempo que lo posee, se realiza a través de intereses o cupones establecidos en su compra.

De la definición anterior, se ve que existen diferencias significativas entre estos activos, que dan lugar a diferentes, derechos y obligaciones. Así, el obligacionista es un acreedor del emisor, mientras que el accionista es un socio, por tanto en caso de liquidación de la empresa el obligacionista tendrá prioridad sobre el accionista. Por otra parte, las obligaciones al ser parte de un empréstito se pueden emitir por cualquier entidad pública o privada, mientras que las acciones, al ser parte del capital social, sólo pueden ser emitidas por sociedades anónimas o comanditarias.

En el caso de las obligaciones, el obligacionista tiene la posibilidad de obtener plusvalías o minusvalías si las vende antes de su fecha de amortización, pero no si se amortizan a su vencimiento. Por el contrario, las acciones raramente son amortizadas por sus emisores y su venta puede dar lugar a plusvalías o minusvalías en cualquier momento.

De manera general, se pueden dividir los activos financieros en tres clases: activos de renta fija, activos de renta variable y derivados.

Activos de Renta Fija

También llamados instrumentos de deuda, son aquellos en los que los flujos de caja que generan son conocidos a priori y el instante en que éstos se producen, es decir, las obligaciones del emisor son una cantidad fija respecto del principal del activo. En general tienen un plazo fijo de vigencia y suelen ser títulos de deuda.

Aunque son activos de renta fija, su precio varía dependiendo de las variaciones de interés del mercado y de las expectativas del emisor, y pueden negociarse en el mercado secundario antes de su vencimiento.

Estos activos se pueden dividir según el horizonte temporal, el agente emisor y el mercado en el que se emiten. Según esta clasificación en el mercado español los activos financieros de renta fija se clasifican tal y como muestra la tabla adjunta:

	Deuda pública nacional	Deuda privada nacional	Deuda pública y privada internacional
Corto plazo (<18 meses) Mercado monetario	Letras del Tesoro	Pagarés de empresa Cédulas hipotecarias Cedulas territoriales	Europagarés
Medio y largo plazo (>18 meses) Mercado Capitales	Bonos del Estado Obligaciones del Estado Deuda autonómica y de otros organismos públicos	Bonos y obligaciones privadas Participaciones preferentes Obligaciones convertibles en acciones	Eurobonos

Tabla 1. Clasificación Activos Renta Fija. Elaboración propia.

Activos de Renta variable

También llamados obligaciones residuales, son aquellos en los que se desconoce a priori los flujos que van a generar y el momento en que se producirán, ya que solamente comprometen al emisor del activo a pagar al poseedor en base a los beneficios si las hubiere.

En general no suelen tener límite de vigencia y suelen ser títulos de propiedad. Los activos de renta variable que se negocian en los mercados son las *acciones* y los *derechos preferentes* sobre las acciones. Según los derechos que otorgan a su poseedor pueden ser acciones ordinarias, preferentes o rescatables.

- Las **acciones ordinarias** otorgan a sus tenedores unos derechos económicos, políticos, de información y derechos preferentes. Entre otros, los accionistas tienen derecho a dividendos, suscripción preferente de nuevas acciones, cuota de liquidación, recibir información relevante de la empresa, vender las acciones, voto en la Junta General de accionistas, tener una representación en el Consejo de Administración de la empresa proporcional a las acciones que posean, impugnar acuerdos, y convocar Juntas Generales si poseen más del 5% de las acciones.
- Las **acciones preferentes** no confieren participación en el capital de la empresa emisora ni derecho de voto. Su rentabilidad no está garantizada, el primer año tienen un rendimiento fijo y el resto está condicionado a que la empresa tenga beneficios.
Incorporan ciertos derechos de preferencia respecto a las ordinarias, como es el dividendo preferente, el cual tiene la consideración de un mínimo a percibir por el accionista cuando haya beneficios. Estos instrumentos suelen tener liquidez a través de un mercado secundario pero con muchas limitaciones siendo los propios emisores quienes les dan liquidez.
- Las **acciones rescatables** pueden ser amortizadas por decisión de la empresa, el accionista o ambos en condiciones fijadas en su emisión. Se pueden amortizar

con cargo a reservas o beneficios, reduciendo el capital o mediante emisión de nuevas acciones.

Instrumentos Derivados

Son activos financieros cuyo valor depende de la evolución de la cotización de otro activo financiero denominado activo subyacente, y se utilizan para reducir el riesgo de los activos financieros y para conseguir una ganancia significativa en un corto periodo de tiempo.

El poseedor del documento tiene la obligación, o puede decidir, comprar un activo financiero en un tiempo futuro. El precio del contrato dependerá del valor del precio del activo financiero subyacente.

Existen dos tipos de derivados principalmente: opciones y futuros.

Los *contratos de futuros* son acuerdos donde las partes acuerdan una transacción respecto a un activo financiero, a un precio determinado en una fecha futura determinada. Una de las partes se obliga a comprar el activo, y la otra a venderlo.

Los *contratos de opciones* dan al poseedor del contrato la posibilidad de comprar (o vender) un activo financiero a un precio determinado a la otra parte. Según sea la opción de compra o de venta, se pueden clasificar en opciones de compra (call) u opciones de venta (put).

2.3. INSTITUCIONES FINANCIERAS

En los mercados financieros, no solamente participan las economías domésticas y las empresas que actúan como prestamistas y prestatarios, también lo hacen instituciones financieras que ponen en contacto a estos prestamistas y prestatarios, y que además proporcionan servicios relacionados con la transformación de los activos financieros en función de las necesidades de los compradores, el intercambio de activos financieros

en beneficio de sus clientes y suyo propio, la asistencia a los clientes en la creación y venta de activos financieros, y la administración de carteras.

Esto es, las operaciones de compraventa de activos en los mercados financieros, se realizan a través de instituciones financieras especializados que se dividen en dos clases: los **agentes especialistas**, que no realizan ninguna transformación sobre los activos comerciados, y los **intermediarios financieros**, que adquieren los activos directamente de las unidades de gastos con déficit (activos primarios) y los transforman en diferentes o más aceptados tipos de activos para adaptarlos a los recursos de que disponen los compradores (activos secundarios).

Esta transformación de activos puede ser intermediación del vencimiento, reducción del riesgo por diversificación, reducción de costes por el proceso de contratación o estructuración de los medios de pago.

2.3.1. CLASIFICACIÓN DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

En primera instancia, tal y como se ha comentado anteriormente, las instituciones financieras se dividen según la transformación que realizan sobre los activos en: agentes especialistas e intermediarios financieros.

Los **agentes especialistas** se dividen a su vez en tres tipos: comisionistas, mediadores y creadores de mercados.

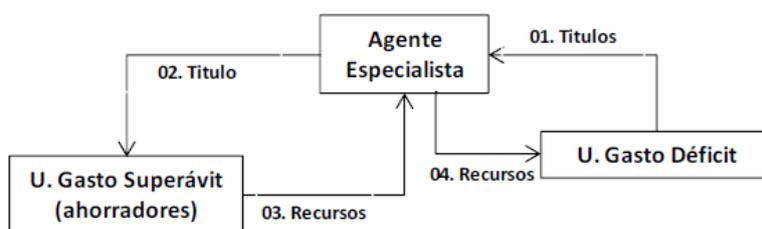


Figura 4. Función de los agentes especialistas. Fuente: (Guadalajara, 2011)

- Los *comisionistas o brokers* únicamente ponen en contacto a los ofertantes con los demandantes de fondos, sin asumir ningún riesgo, ni influir sobre el precio,

cobrando una comisión cuando se realiza la operación. Son las agencias de valores.

- Los *mediadores o dealers*, además de actuar por cuenta ajena a cambio de una comisión como los comisionistas, también pueden gestionar su propia cartera de la que obtienen beneficios y con la que asumen el riesgo de los activos que poseen. Son las sociedades de valores.
- Los *creadores de mercado o market makers* son mediadores especializados en determinados activos financieros, y para los cuales, el creador de mercado fija los precios de compra y venta, con los que se compromete a aceptar todos los activos que se ofrezcan. De esta manera, se asegura la liquidez de los activos en los mercados.

La figura de los creadores de mercado en el sistema financiero español, está regulado a través de orden ministerial y resolución de la Dirección General del Tesoro.

Los **intermediarios financieros**, se caracterizan por realizar una transformación de activos en función de la demanda del mercado, y para ello, obtienen los fondos de la emisión de títulos contra ellos mismos a los participantes del mercado, para después invertir dichos fondos.

Estas inversiones, que son activos para los intermediarios financieros, pueden ser préstamos o valores, y se denominan inversiones directas. Por el contrario, se denomina inversión indirecta a la adquisición por parte de los participantes del mercado de los títulos emitidos por los intermediarios financieros.

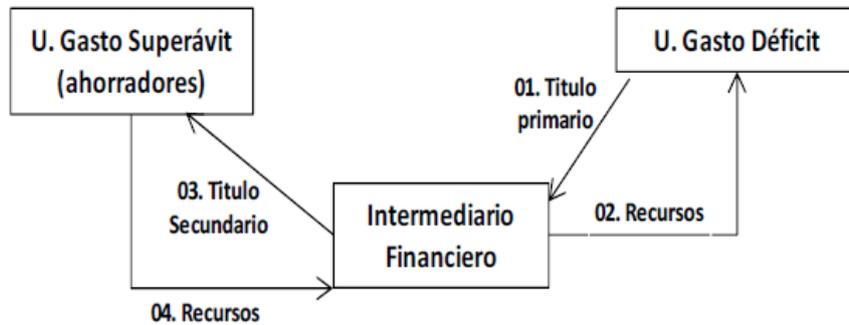


Figura 5. Función de los intermediarios financieros. Fuente: (Guadalajara, 2011)

Existen muchas clases de intermediarios financieros, y que principalmente se dividen en dos grandes grupos, aquellos que se encuentran dentro del sistema bancario, y que obtienen los fondos a través de los depósitos, y los que no pertenecen al sistema bancario, como es el caso de los establecimientos financieros de crédito y las entidades dedicadas a la mediación.

- Las *entidades bancarias* captan los fondos de las unidades de gasto con superávit a través de los depósitos. Este es el caso de bancos comerciales, cajas de ahorro y cooperativas de crédito.
- Los *establecimientos financieros de crédito*, proporcionan fondos a las unidades de gasto con déficit sin captar depósitos. Entre ellos se encuentran:
 - Entidades de financiación
 - Sociedades de leasing
 - Sociedades de factoring
 - Sociedades de crédito
- Las *entidades dedicadas a la mediación*, igual que las anteriores no captan depósitos. Dentro de ellas se encuentran las siguientes:

- Fondos y sociedades de inversión
- Compañías de seguros
- Gestoras de Fondos de Pensiones
- Sociedades de Garantía Recíproca
- Sociedades de Capital Riesgo

2.3.2. CARACTERÍSTICAS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

La función de estas instituciones financieras que actúan como mediadores entre prestamistas y prestatarios, resultan ventajosas para ambas partes, y facilitan la transferencia de fondos dentro del sistema. En primer lugar, permiten reducir el riesgo de los activos por medio de la diversificación de carteras de los inversores, así como aumentar el rendimiento de las mismas gracias a las economías de escala. Estas economías de escala que consiguen los intermediarios, se deben, principalmente a tres razones (Calvo et al, 2010):

- Tienen acceso a activos financieros de cualquier valor nominal, lo cual resulta importante en el caso de activos de alto valor nominal a los que no pueden acceder pequeños inversores.
- Estos intermediarios están especializados en la gestión de activos financieros, por lo que disponen de gran cantidad de conocimientos e información sobre todos los elementos del sistema y su funcionamiento, que utilizan en realizar una gestión más eficiente de las carteras.
- Al manejar un elevado número de recursos, pueden obtener unos costes de transacción en las operaciones de compraventa, inferiores a los que puede obtener un pequeño inversor.

En segundo lugar, los intermediarios permiten adecuar las necesidades de prestamistas y prestatarios. Así por ejemplo, mediante la transformación del plazo los intermediarios captan recursos a corto plazo y los ceden a plazos mayores.

Por último, los intermediarios realizan la “gestión del mecanismo de pagos”, admitiendo en las operaciones como medio de pago, entre otros, depósitos en cuenta corriente, y cuentas de ahorro. Actualmente, la mayoría de las transacciones realizadas no se hacen en efectivo, sino con cheques, tarjetas de crédito y débito y transferencia electrónica de fondos. Estos medios de pago los proporcionan ciertos intermediarios financieros, los cuales transforman activos financieros que no pueden ser utilizados como medio de pago en otros que sí pueden ser utilizados con este fin. (Fabozzi et al, 1996)

2.4. MERCADOS FINANCIEROS

Se puede definir *mercado financiero* como un mecanismo o lugar en el que se intercambian activos financieros, y donde además, se determina el precio de estos activos por medio de la interacción de compradores y vendedores sobre dichos activos comerciados en ese mercado.

La eficacia de los mercados financieros depende de su capacidad para realizar diversas funciones dentro de la economía. Las principales funciones de estos mercados son:

- Poner en contacto a oferentes y demandantes de fondos, bien directamente, bien a través de los agentes especializados o los intermediarios financieros.
- Señalar cómo se asignan los fondos entre los activos financieros:
La interacción entre compradores y vendedores, no solamente determina el precio de los activos, sino también su rendimiento, y la adquisición de fondos por parte de las empresas depende del rendimiento que esperan los inversores; por lo que el rendimiento que determinan los mercados, da lugar a la asignación de los fondos entre los activos financieros.
- Proporcionar liquidez a los activos:
El mercado financiero es el que hace posible que el poseedor de un activo financiero pueda venderlo, sin tener que esperar a su vencimiento, o en el caso de las acciones, a que la empresa sea liquidada.

- Reducir los costes asociados a las transacciones de compraventa, como son los costes de búsqueda y de información, así como los plazos de intermediación: Para poder vender o comprar un activo, no hay más que acudir a un mercado financiero en el que se encuentran multitud de compradores y vendedores, sin necesidad de grandes gastos en publicidad o en horas de búsqueda, así como poder obtener rápidamente información detallada sobre todo tipo de activos.
- Proporcionar eficiencia al proceso, de manera que los fondos se asignen a los activos con mejor rendimiento y menor riesgo, y con los menores costes para ambas partes.

2.4.1. CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

En economía, se denomina mercado perfecto a aquel en el cual *existe movilidad perfecta de los factores, los compradores y vendedores conocen todas las ofertas y demandas y demás condiciones de mercado, todos los agentes que lo deseen pueden participar libremente, y los precios se fijan en función de la oferta y la demanda, sin intervenciones ajenas que desvirtúen su libre formación.*

Para que un mercado financiero pueda considerarse mercado perfecto, debería cumplir el 100% de las siguientes características (Calvo et al, 2010):

- **Transparencia**, entendida como la facilidad de obtener información del mercado, evitando que exista información privilegiada o manipulación.
- **Libertad de acceso al mercado** para compradores y vendedores, inexistencia de restricciones a la cantidad de activos que se negocien, y posibilidad de que los precios se formen libremente sin influencias externas. Cuanto mayor sea la libertad de acceso a los mercados, mayor será la apertura de éstos.

- **Amplitud:** un mercado será más amplio cuanto mayor sea el volumen de activos que se manejan a través de él. La amplitud es la que determina la rapidez con la que se estabilizan los precios, a mayor amplitud, mayor rapidez.
- **Profundidad.** Un mercado será más profundo cuanto mayor sea el número de órdenes que se negocien en él.
- **Flexibilidad,** entendida como la facilidad con la que los agentes económicos pueden reaccionar a los cambios en los precios, de manera que ante cualquier cambio, rápidamente se producirán nuevas órdenes de compra y venta de activos.

Todas estas características están muy relacionadas entre sí, de manera que si se impulsa una de ellas, el resto se verá también mejorado, así por ejemplo, cuanto más transparente sea un mercado, más rápidamente conocerán los agentes económicos cualquier cambio o modificación de precios, y podrán reaccionar con más facilidad, haciendo el mercado más flexible, y siendo capaces de generar muchas más operaciones que harán un mercado más profundo.

2.4.2. CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros pueden clasificarse de varias maneras en función de diversas variables como su forma de funcionamiento, la fase de negociación o las características de los activos, el grado de formalización del mercado o el plazo. A continuación se clasifican los diferentes tipos de mercados según las variables anteriores:

CLASIFICACION DE MERCADOS FINANCIEROS

Forma de funcionamiento

Mercados Directos

Mercados Intermediados

Fase de Negociación de los activos

Mercados Primarios

Mercados Secundarios

Características de los activos

Mercado de capitales

Mercado de dinero o monetario

Mercado de divisas

Grado de formalización

Mercados Regulados

Mercados no Regulados

Plazo o Condiciones

Mercados al contado o spot

Mercado a plazo o de futuros

Mercado de opciones

Tabla 2. Clasificación de los mercados financieros. Elaboración propia.

Según su forma de funcionamiento:

Los mercados directos son aquellos en los que se realizan las operaciones de compraventa directamente entre los demandantes últimos de fondos y los oferentes últimos de estos fondos, sin transformación de títulos.

Se pueden considerar como un tipo de mercados directos, los mercados de subastas, en los que no existen costes de información y búsqueda gracias a la gran cantidad de información disponible. Estos mercados disponen de mecanismos centralizados para la publicación de las órdenes de compra y venta, a disposición de todos los participantes: empresas, particulares e intermediarios. El mercado de subastas por excelencia es la Bolsa de Valores.

Por el contrario, en los **mercados intermediados**, al menos uno de los participantes de una operación, es un intermediario. Su presencia es imprescindible para que las pequeñas y medianas empresas puedan acceder a los mercados.

Según la fase de negociación de los activos:

Los mercados primarios son aquellos en los que se emiten los activos por primera vez, es decir, realmente es donde los agentes económicos se financian.

Los mercados secundarios son aquellos en los que se negocian los activos que ya han sido emitidos, y que por lo tanto, dotan a estos activos de liquidez. El mercado secundario más conocido es la Bolsa de Valores, aunque en éste también es posible realizar emisiones primarias de títulos.

Según las características de los activos:

El **Mercado de capitales**, es donde los agentes económicos realizan las operaciones de colocación y financiación a medio y largo plazo, y está formado por los *mercados de valores* (acciones y obligaciones) y los *mercados de créditos* (préstamos a largo plazo).

Los mercados de capitales se dividen en *mercados de renta fija*, en la que los títulos se remuneran con un tipo de interés nominal constante, y los *mercados de renta variable*, en la que los títulos no tienen un tipo de interés nominal constante, si no que su rentabilidad depende de que el emisor reparta beneficios.

Las inversiones que necesitan las empresas, se realizan a través de recursos financieros a largo plazo que se negocian en estos mercados de capitales, por lo que el papel de estos mercados es fundamental para la obtención de financiación por parte de las empresas, ya que les permite acceder a los fondos de que disponen los ahorradores.

Mercados monetarios son aquellos en los que se intercambian activos financieros con plazo máximo de 18 meses, como es el caso de Letras del Tesoro o préstamos a corto plazo, y que por ello se consideran sustitutos del dinero. Estos mercados se caracterizan por el corto plazo, la liquidez y el bajo riesgo. El riesgo de los títulos que se negocian en el mercado monetario, depende de la solvencia del emisor, generalmente el Estado u otros entes públicos, grandes empresas o intermediarios financieros, y la liquidez viene asegurada por los mercados secundarios.

A diferencia de lo comentado anteriormente sobre el riesgo y la liquidez de los mercados monetarios, los mercados de capitales se caracterizan por los diferentes grados de riesgo y liquidez de sus activos, que van en función del emisor.

Mercado de divisas, donde se negocian la compraventa de moneda extranjera.

Según el grado de formalización:

Mercados regulados, llamados así porque disponen de normas para la entrada y salida de los participantes del mercado, lo que les dota de fiabilidad. La Directiva 2004/39/CE de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) los define como *aquellos mercados en los que se negocien ciertos instrumentos financieros, de funcionamiento regular, cuyas condiciones de acceso y de operativa están fijadas por las autoridades competentes y que cumplen unos requisitos mínimos sobre concentración, transparencia y obligaciones de información a las autoridades.*

Mercados no regulados, en los que no existen dichas normativas, y la compraventa de activos es un contrato bilateral entre las partes, lo que hace que este tipo de mercados sean más arriesgados, y los precios no sean fiables.

Según el plazo o las condiciones.

En los **mercados al contado**, la compraventa del activo financiero y su entrega se realizan simultáneamente.

En el **mercado a plazos o futuros**, la entrega del activo o contrapartida, se realiza en un tiempo posterior a la compraventa, siendo este último el momento en el que se fija el precio.

En los **mercados de opciones**, el acceso al mismo dependerá de si el poseedor de la acción tiene intención de ejecutarla.

2.4.3. GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Cada vez más, resulta evidente la globalización de los mercados financieros existentes que permite que los ahorradores puedan adquirir activos financieros de cualquier mercado del mundo, y que los agentes económicos puedan financiarse en mercados distintos de los mercados de su país.

Esta tendencia de los mercados se ha visto favorecida por tres factores, en primer lugar, la liberalización de los mercados y de las actividades de los participantes en él, por parte de los gobiernos para facilitar que las empresas financieras puedan competir en la economía mundial.

En segundo lugar, los avances tecnológicos han permitido que la información de los mercados esté disponible de manera casi instantánea para todos los participantes, que además pueden ejecutar órdenes de compra y venta en segundos.

Por último, se ha producido en los mercados financieros una institucionalización de los mismos, de modo que hace unos años, eran los individuos quienes controlaban los mercados, pasando ahora a ser instituciones mucho más especializadas y que manejan activos mucho más complejos. Esta especialización les permite manejar información de mercados dispersos por todo el mundo.

Atendiendo a su internacionalización, los mercados financieros globales se diferencian en dos clases: los mercados externos, también llamado supranacional o, en el caso europeo, euromercado, en los que se manejan, bien valores que se emiten fuera de un país, o bien valores emitidos y ofrecidos a inversionistas internacionales; y los mercados internos o nacionales.

A su vez, los mercados internos se dividen en mercados domésticos, en donde los emisores de un país emiten valores y se comercian esos valores, y los mercados extranjeros, en los que se negocian valores procedentes de otros países. Los mercados extranjeros tienen un papel muy importante para la financiación de las empresas de un país, ya que permiten obtener fondos cuando los mercados domésticos no están muy desarrollados, o no pueden atender a la demanda de las unidades de gastos con déficit, además pueden ofrecer un menor coste para acceder a estos fondos, y les permite

diversificar las fuentes de financiación reduciendo la dependencia de los inversores domésticos.

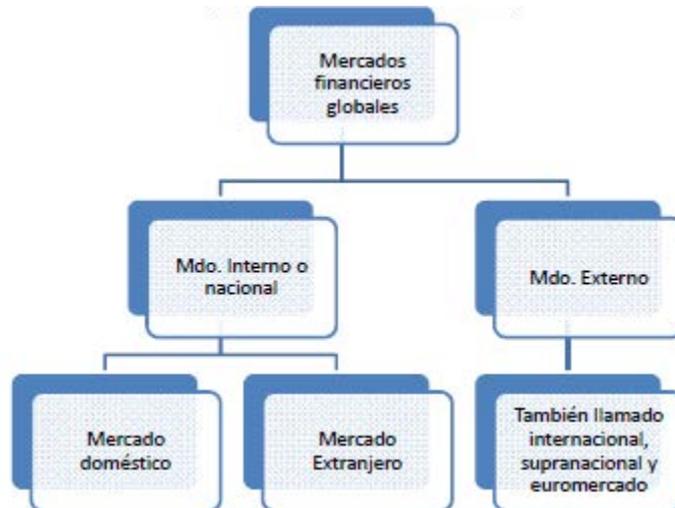


Figura 6. Clasificación de los mercados financieros globales. Fuente: (Calafat, 2014)

3. EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

3.1. EVOLUCIÓN Y ESTRUCTURA ACTUAL

El sistema financiero español, como en el resto de países europeos, durante mucho tiempo, se ha caracterizado por la escasa utilización del mercado de capitales por parte de las empresas que necesitaban financiación, y que dependían principalmente de los bancos como fuente de financiación externa. Los mercados de valores han sido principalmente lugares de negociación de títulos públicos, alentados por una legislación que propiciaba la inversión en deuda pública.

En los últimos años se ha producido un cambio en el entorno del sector financiero, cada vez más competitivo y globalizado, debido a los cambios en el entorno económico, el desarrollo de las nuevas tecnologías de información y una redefinición de las pautas reguladoras de las autoridades (Grandio, 1997) que ha obligado a una adaptación de los agentes y mecanismos del sistema.

En este sentido, la pérdida en los bajos márgenes de la intermediación financiera actual, ha sido compensada por los bancos a través de comisiones de comercialización de productos que no figuran en su balance tales como Fondos de Inversión, Seguros y Planes de Pensiones. Este proceso se conoce como Desintermediación.

El big-bang del sistema financiero español tuvo lugar con la entrada en vigor de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV) que, entre las modificaciones más importantes a las que dio lugar destacan: (Hoyo, 2007)

- La sustitución de los Agentes de Cambio y Bolsa por Agencias y Sociedades de valores.
- La creación de la CNMV para dotar al mercado de un mayor grado de seguridad y transparencia.

- La división del mercado en primario y secundario.
- La reconfiguración en el derecho de los títulos-valor que permitió sustituir títulos físicos por anotaciones en cuenta.
- La reforma técnica de la operativa de negociación que impulsó un nuevo sistema de contratación informatizado (el Sistema de Interconexión Bursátil-SIBE-) que conectaba de manera continua (Mercado Continuo) y simultánea las cuatro bolsas españolas. De esta manera se fijaba un precio único para cada título en las cuatro bolsas, sustituyendo la contratación en corros de viva voz.
- Las bolsas de valores pasaron de ser instituciones del Estado a sociedades privadas cuyos socios son las agencias y sociedades de valores, lo que permitió facilitar la armonización del mercado español con el resto de mercados de valores europeos.

En los capítulos anteriores, se han descrito las principales características de cada uno de los elementos que forman parte de cualquier sistema financiero: los activos, los mercados y los intermediarios. En este apartado se describirá brevemente cómo se organizan actualmente estos elementos en el sistema financiero español, ya que esta organización ha cambiado mucho en los últimos años, y sigue además, adaptándose a las nuevas necesidades de la economía.

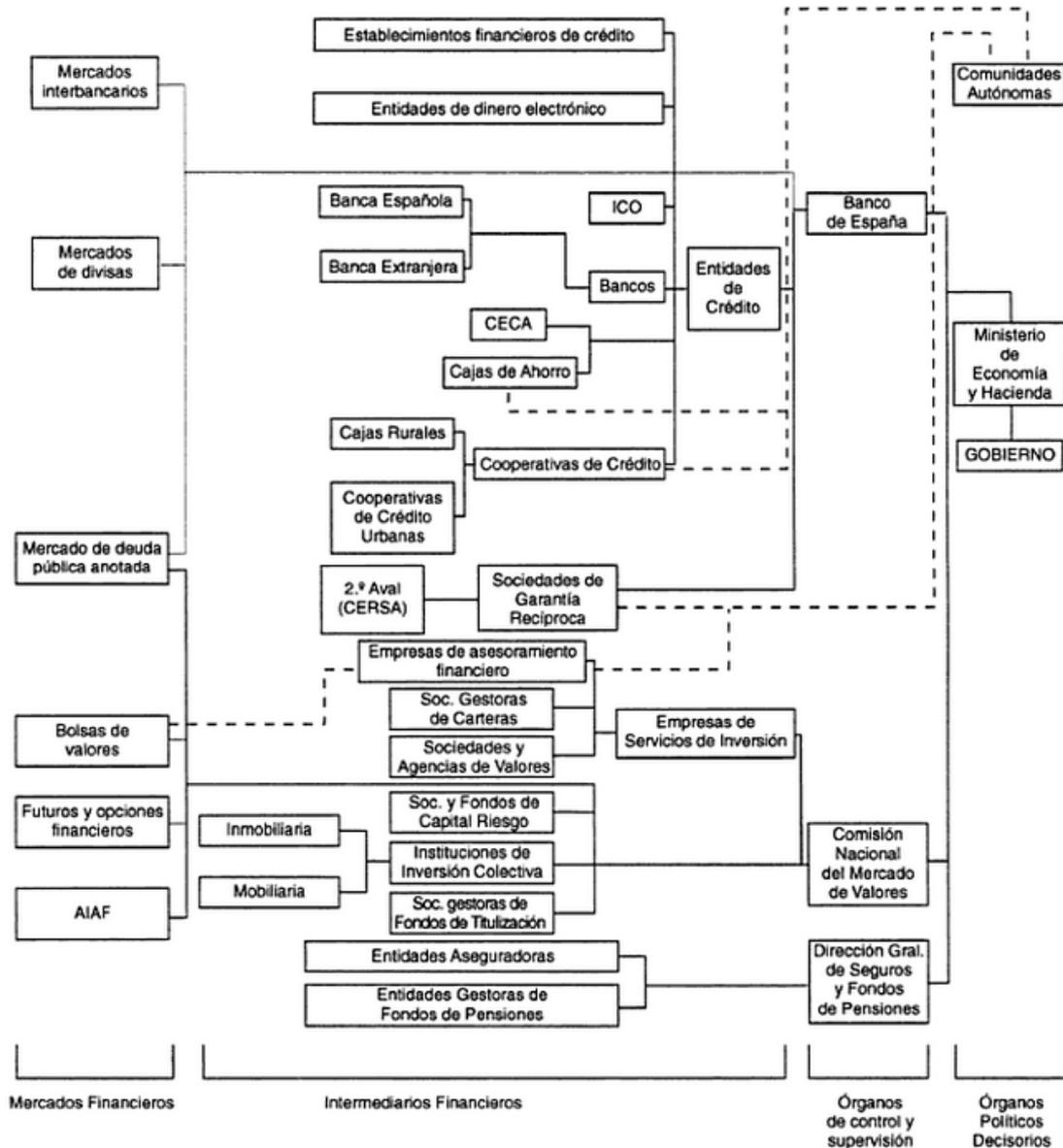


Figura 7. Estructura del Sistema Financiero Español. Fuente: (Calvo et al, 2010)

El Gobierno es la máxima autoridad del sistema financiero español, siendo el Ministerio de Economía (actualmente Ministerio de Economía y Competitividad) el responsable de todos los aspectos relacionados con las instituciones financieras. En algunos casos, existen Comunidades Autónomas con competencias en la materia que también pueden

actuar como órganos decisorios, en concreto con lo relacionado con Cajas de Ahorro, Cooperativas de Crédito, Sociedades de Garantía Recíproca y Bolsas de Valores.

Dentro del sistema financiero español existen tres grupos diferentes de instituciones financieras que actúan en mercados distintos: el sistema bancario, los seguros y fondos de pensiones, y los mercados de valores. Como se puede ver en los gráficos siguientes, el principal grupo es el de las instituciones financieras monetarias² que actúan principalmente en el sistema bancario, y que poseen el 68% de los activos totales, y más concretamente el de las entidades de crédito que manejan un 90% de los activos.

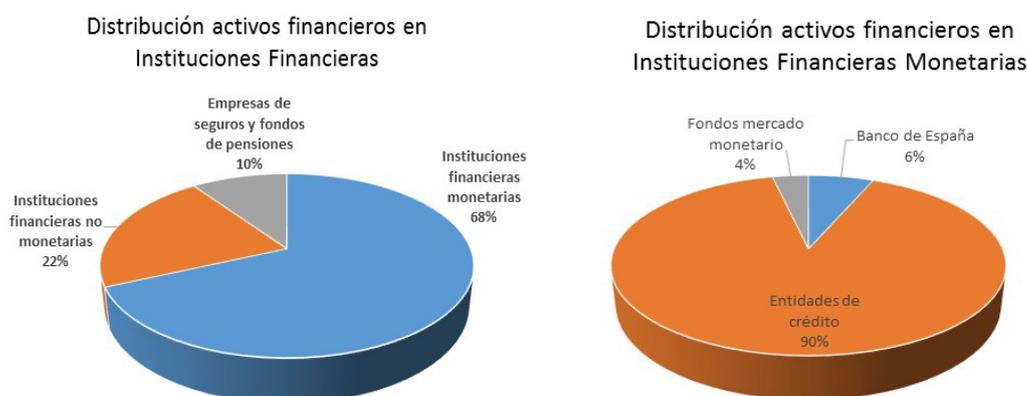


Figura 8. Distribución activos financieros en Instituciones financieras (I). Elaboración propia a partir de datos del Banco de España. (Banco de España, 2015).

² Las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) son las entidades de crédito residentes en la zona -definidas con arreglo al derecho comunitario- y todas las instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos o sustitutos próximos de los depósitos de entidades distintas de las IFM y en conceder créditos o invertir en valores por cuenta propia -al menos en términos económicos. (Banco de España, 2015)

En los mercados de valores operan las denominadas instituciones financieras no monetarias³, tales como las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) de carácter mobiliario e IIC de carácter inmobiliario, además de las Empresas de Servicios de Inversión que comprenden las sociedades y agencias de valores, y las sociedades de gestión de carteras. Destacan por su importancia, las IIC que tienen en su poder el 61% de los activos de las instituciones financieras no monetarias.

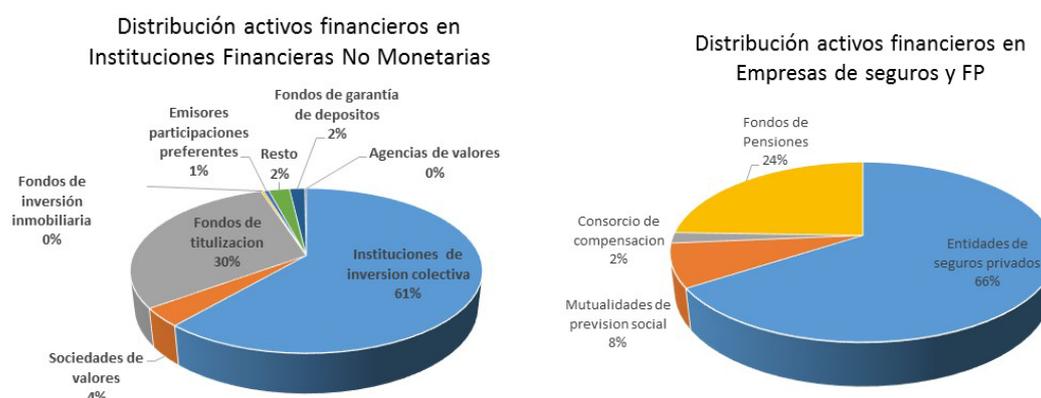


Figura 9. Distribución activos financieros en Instituciones financieras (II). Elaboración propia a partir de datos del Banco de España. (Banco de España, 2015)

El sector de seguros está formado principalmente por entidades privadas (66% de los activos de empresas de seguros y Fondos de Pensiones), y el resto por mutualidades de previsión social. Existe un Consorcio de Compensación de Seguros de carácter público cuya función es la de dar cobertura para riesgos extraordinarios como complemento a las pólizas privadas, así como co-aseguros y reaseguros en materias agrícolas.

³ Las Instituciones Financieras No Monetarias (IFNM) son instituciones financieras residentes que se dedican principalmente a la intermediación financiera y que no son instituciones financieras monetarias. (Banco de España, 2011)

3.2. CONTROL Y SUPERVISIÓN

Actualmente existen tres modelos de supervisión:

- El *modelo de supervisor único* en el que es una única entidad la que tiene las funciones reguladora, supervisora y de vigilancia. Este es el caso de Reino Unido, Alemania y Polonia, entre otros.
- El *modelo sectorial* (Banca, seguros y valores) en el que la supervisión la realizan entidades separadas para cada sector. En Francia, Italia y España, se aplica el modelo sectorial tal y como se explica para el caso de España, en el capítulo siguiente.
- El *modelo twin peaks* en el que las tareas se reparten entre los supervisores por funciones. Básicamente se distingue entre supervisión prudencial (actividad interna de la entidad) y supervisión de las normas de conducta y mercados (actividad externa con clientes), atribuyéndolas a dos supervisores diferentes (Arranz Pumar, 2008). Este modelo está vigente en Holanda.

En el sistema financiero español, existen tres órganos de supervisión y control del sistema con diferentes competencias y ámbito de actuación: el Banco de España (BE), la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

3.2.1. BANCO DE ESPAÑA

El **Banco de España (BE)** además de ser el órgano de supervisión y control de las entidades de crédito, y de los mercados interbancarios, de divisas y de deuda pública anotada, es el encargado de promover el buen funcionamiento del sistema financiero en su totalidad, guardar y gestionar las reservas de divisas y metales preciosos que no se hayan transferido al Banco Europeo, poner en circulación la moneda metálica, elaborar y publicar informes y estadísticas bancarias, asesorar al Gobierno y ser el banco del

Estado realizando las funciones de tesorería y de servicios financieros de la deuda pública.

El Banco de España forma parte del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), integrado por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales de todos los países de la Unión Europea. Como miembro del SEBC, el Banco de España define y ejecuta la política monetaria a través del control de la oferta monetaria y la estabilidad de precios, realiza las operaciones de cambio de divisas, promueve el buen funcionamiento del sistema de pagos, y emite los billetes de curso legal.

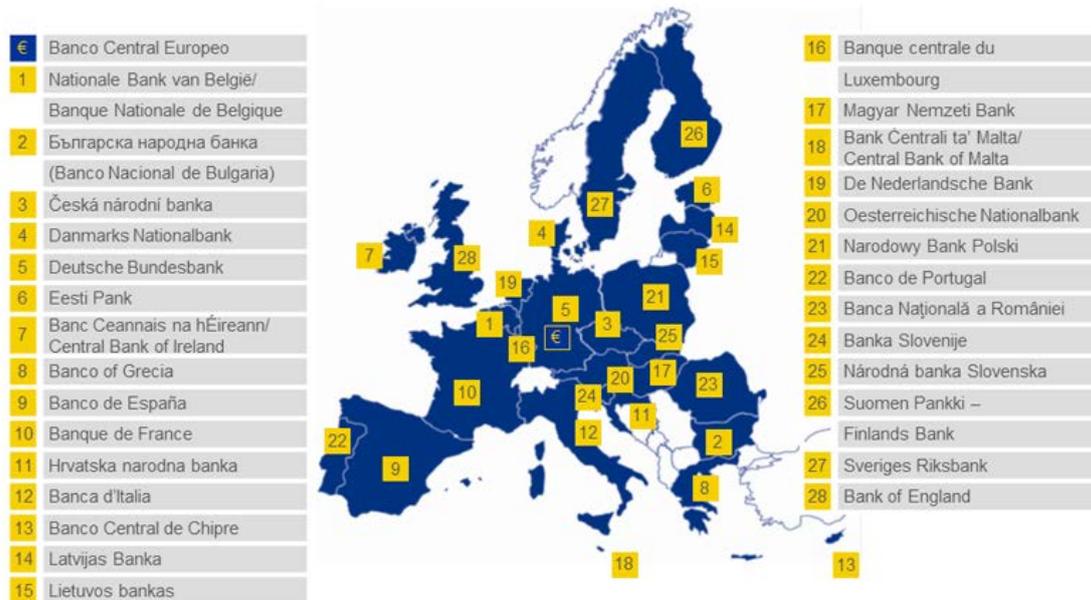


Figura 10. Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Fuente: (European Central Bank, 2014)

3.2.2. DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES

La **Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP)** es el organismo encargado supervisar y controlar al sector asegurador, así como garantizar la protección necesaria a clientes asegurados y partícipes de los planes de pensiones. A diferencia de los otros dos órganos de control, la DGSFP responde a un control sectorial, siendo además el regulador de la actividad, papel que no tienen el Banco de España y la CNMV, ya que el regulador en este caso es el Ministerio de Economía y Competitividad.

Las funciones que desempeña la DGSFP o Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones son las que se resumen a continuación, y se organizan entre las subdirecciones generales en las que se estructura según el organigrama que se presenta a continuación:

- Control del cumplimiento de los requisitos para el acceso a la actividad aseguradora conforme a la Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los seguros privados.
- Control en materia de fusiones, agrupaciones, cesiones de cartera, etc.
- Supervisión e inspección del ejercicio de la actividad.
- Preparación de proyectos normativos.
- Realización de estudios sobre los sectores de seguros y reaseguros privados, y planes y fondos de pensiones, así como la coordinación de las relaciones en estos ámbitos con la Unión Europea, con otros Estados y con organismos internacionales, de acuerdo con el Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación.
- Prestar soporte administrativo
- Contestación de consultas etc.

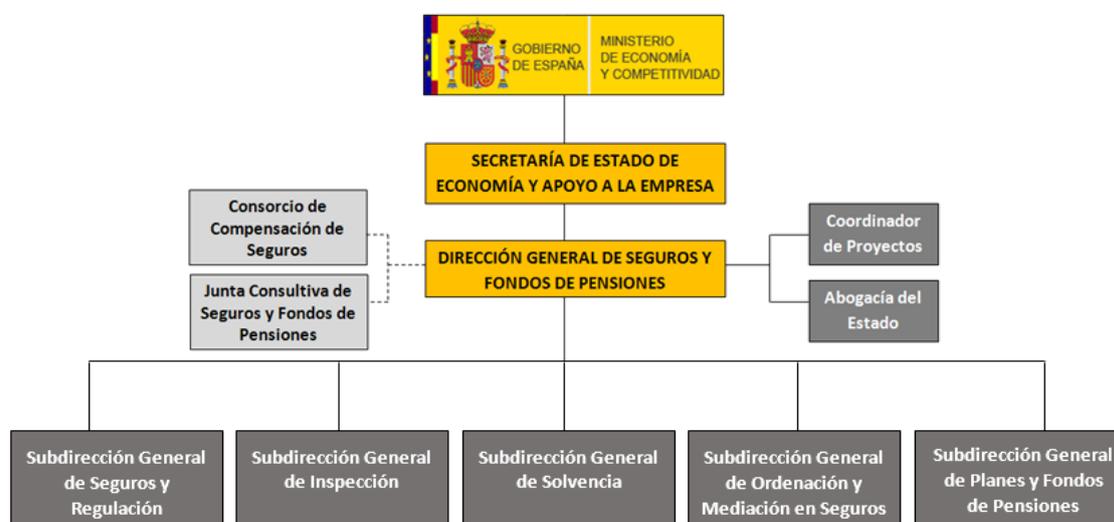


Figura 11. Organigrama de la DGSFP. Fuente: (Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, 2014)

3.2.3. COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

El último de los órganos de supervisión de nuestro sistema financiero es la **Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)**, entidad pública de carácter autónomo creada por la Ley del Mercado de Valores, encargada de la supervisión e inspección de los mercados de valores, y que debe asegurarse de que se cumplen las condiciones de transparencia del mercado, que los precios se forman correctamente y de la protección de los inversores. En concreto, dependen de ella las bolsas de valores, los mercados de futuros y el mercado de renta fija AIAF; el mercado de deuda pública anotada es de control compartido con el Banco de España.

Además de los mercados, también están bajo su influencia los intermediarios que operan en ellos y que prestan servicios de inversión: empresas de servicios de inversión tales como empresas de asesoramiento financiero, sociedades gestoras de carteras y sociedades y agencias de valores, sociedades y fondos de capital riesgo, instituciones de inversión colectiva tanto mobiliarias como inmobiliarias, y sociedades gestoras de

fondos de titulización. Se incluye también, a las entidades de crédito que tengan actividad en los mercados financieros, pero solamente en relación con esta actividad.

La CNMV realiza una parte importante de la supervisión a través de información de y sobre los intervinientes en los mercados, principalmente *sobre las sociedades que emiten u ofrecen valores para ser colocados de forma pública, sobre los mercados secundarios de valores, y sobre las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva. Sobre estas últimas, así como sobre los mercados secundarios de valores, la CNMV ejerce una supervisión prudencial, que garantiza la seguridad de sus transacciones y la solvencia del sistema.* (CNMV, 2015).

En el artículo 4 del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV se concretan las funciones de ésta:

- Supervisión e inspección de los mercados de valores
- Supervisión e inspección de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de aquellos mercados.
- El ejercicio sobre tales personas de la potestad sancionadora.
- La autorización y verificación de sujetos y entidades que intervienen en el mercado de valores y de los instrumentos financieros, cuando así los disponga la normativa vigente.

3.2.4. COORDINACIÓN DE SUPERVISORES

En el ámbito nacional los tres supervisores, tienen firmados de manera multilateral, acuerdos de colaboración, y todos ellos a su vez, tienen firmados acuerdos de colaboración con el Servicio ejecutivo de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias, y acuerdos multilaterales con aquellos países en los que las instituciones financieras españolas están presentes.

En junio de 2008 entró en vigor un acuerdo de cooperación entre las autoridades supervisoras, Bancos Centrales y Ministerios de Finanzas de la UE, en virtud del cual, los supervisores y autoridades nacionales mantienen un contacto y una colaboración

permanentes y participan en organismos europeos implicados en la prevención y gestión de las crisis financieras. En nuestro país, en concreto, el organismo que permite el intercambio fluido de información entre el Gobierno y los supervisores es el Comité de Estabilidad Financiera (CESFI), del que forman parte el Ministerio de Economía, el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Planes de Pensiones.

Actualmente, está en estudio la estructura institucional de la supervisión financiera de la UE, tema que ha adquirido relevancia y urgencia con la crisis reciente. La reforma responde al hecho de que, cada vez más, las instituciones y mercados europeos adquieren mayor peso global y están más integrados, mientras las estructuras supervisoras siguen siendo básicamente nacionales.

3.3. PRINCIPALES MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES

Tal y como se ha visto en la figura 7 en la que se resume la estructura del sistema financiero español, los mercados financieros españoles se pueden dividir en dos grupos, por una parte los mercados monetarios supervisados por el Banco de España y que son el Mercado Interbancario de Depósitos y el Mercado de Dividas, y por otra parte, los mercados de valores supervisados por la CNMV.

Los mercados de valores españoles están regulados por la Ley 24/1988, de 28 de julio, Mercado de Valores (LMV) que, en función del sistema de negociación distingue entre Mercados Secundarios Oficiales, Sistemas Multilaterales de Negociación y Sistemas de Internacionalización Sistémica (actualmente no hay ninguno registrado).

3.3.1. MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES

En el artículo 31 de LMV se definen los **mercados regulados**⁴ como *“aquellos sistemas multilaterales que permiten reunir los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación, y que están autorizados y funcionan de manera regular, conforme a lo previsto en este capítulo y en sus normas de desarrollo, con sujeción en todo caso, a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad”*.

Se establecen por tanto unas condiciones de acceso para poder ser miembro del mercado, sujetas al Reglamento de cada tipo de mercado. Se requiere un acto expreso de admisión del organismo rector, para lo cual se debe acreditar ante la CNMV la capacidad y el compromiso de cumplir las normas de organización y funcionamiento del mercado. En cualquier caso, solamente podrán optar a ello:

⁴ Los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales.

- Empresas de Servicios de Inversión (ESIs) autorizadas para ejecutar órdenes o negociar por cuenta propia (sociedades y agencias de valores)
- Las entidades de crédito españolas
- Las entidades financieras comunitarias: autorizadas en otro estado de la Unión Europea.
- Las entidades financieras extracomunitarias: bajo el principio de la reciprocidad.
- Administración General del Estado: Tesoro, Tesorería Seguridad Social y Banco de España
- Otras personas idóneas a juicio de la Sociedad Rectora

En cuanto a la admisión de los instrumentos financieros, ésta se realizará por acuerdo del organismo rector del mercado, previa verificación de la CNMV. Será la CNMV quien tendrá potestad para la suspensión o exclusión de la negociación de los valores, conforme a lo previsto en la Ley.

Los procedimientos operativos a los que hace referencia la definición de estos mercados, se recogen en el Reglamento de cada mercado, que debe contener información sobre las reglas aplicables a los instrumentos financieros negociables, miembros, régimen de garantías, negociación, registro, compensación y liquidación de operaciones, supervisión y disciplina de mercado.

Los emisores de valores admitidos a negociación en los mercados, están obligados a proporcionar periódicamente a la CNMV información financiera y de auditoría.

Con el fin de procurar la transparencia del mercado y la eficiencia en la formación de precios, los mercados secundarios oficiales están obligados a difundir información relativa a las acciones que se cotizan en el mercado.

Se consideran mercados secundarios oficiales de valores: las Bolsas de Valores; el Mercado de Deuda Pública Anotada, el Mercado de Deuda Privada (AIAF) y los Mercados de Futuros y Opciones (MEFF), cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero y no financiero; y cualquier otro de ámbito estatal que, cumpliendo los requisitos previstos, se autoricen en el marco de las previsiones de la LMV, así como aquellos de carácter autonómico que autoricen las Comunidades Autónomas con competencia en esta materia.

Cada uno de estos mercados se caracteriza por el tipo de activos financieros que se negocia en él, el organismo encargado de su gestión, y el tipo de contratación de los activos. A excepción del MEFF, que tiene su propio sistema de compensación y liquidación, el resto lo hace mediante IBERCLEAR.

En el siguiente cuadro se detallan los principales elementos de cada uno de estos mercados.

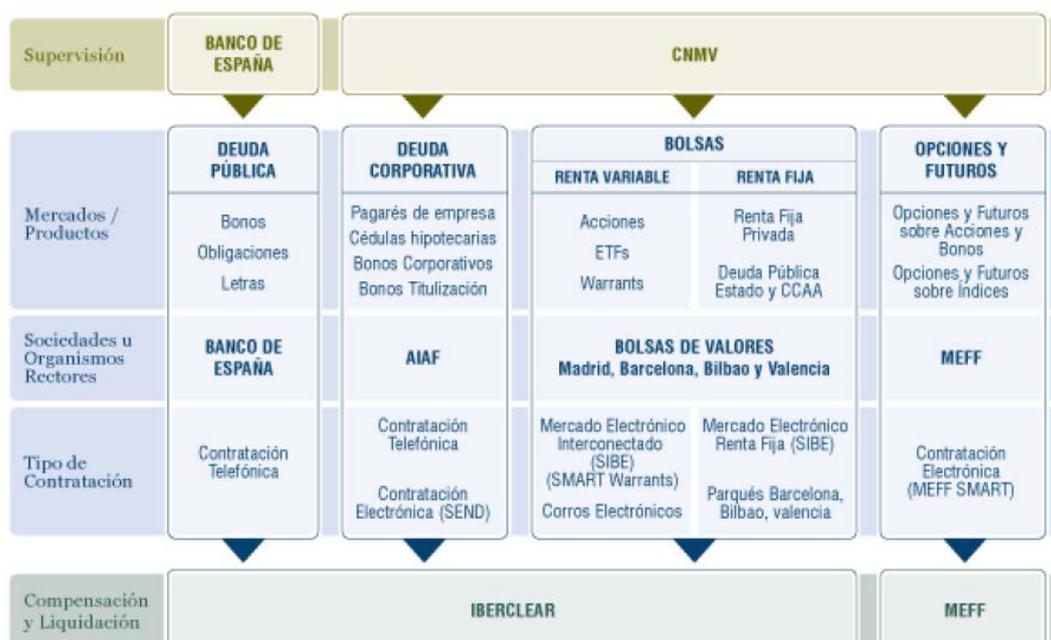


Figura 12. Estructura, Organización y Funcionamiento del Mercado de Valores Español. Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2013)

BOLSAS DE VALORES

Las **Bolsas de Valores** en España (Madrid (1831), Bilbao (1890), Barcelona (1915) y Valencia (1980)) son los mercados secundarios oficiales destinados a la negociación en exclusiva de las acciones. En la práctica, los emisores de renta variable acuden a la Bolsa también como mercado primario donde formalizar sus ofertas de venta de

acciones o ampliaciones de capital. Asimismo, también se contrata en Bolsa la renta fija, tanto deuda pública como privada.

La organización y funcionamiento de cada Bolsa depende de su correspondiente Sociedad Rectora.

El mercado continuo bursátil español es un sistema mediante el cual las cuatro bolsas de valores españolas se encuentran interconectadas como un único mercado bursátil, lo que permite que las acciones coticen simultáneamente en las 4 bolsas (cuyo índice bursátil es el IBEX35).

El mercado continuo funciona gracias al Sistema de Interconexión Bursátil Español, (SIBE) creado en 1995, que es una plataforma electrónica que posee terminales en los cuatro parques y permite la simultaneidad de las operaciones bursátiles. La Sociedad de Bolsas, participada por las cuatro Bolsas de Valores, tal y como puede verse en el organigrama de BME anterior, es la empresa responsable de la gestión técnica del SIBE.

MERCADO DE DEUDA PÚBLICA ANOTADA

En el sector de la Deuda Pública los valores negociados en este mercado son los Bonos, Obligaciones y Letras del Tesoro, y la deuda emitida por otras Administraciones y Organismos Públicos. El Banco de España es el organismo rector de este mercado.

Estos valores también se negocian simultáneamente en las Bolsas de Valores.

MERCADO DE DEUDA CORPORATIVA

En el sector de la Deuda Privada, AIAF es un mercado secundario, y en él se negocian pagarés de empresa, cédulas hipotecarias y bonos tanto corporativos como de titulización, que previamente han sido puestos en circulación por el emisor en los mercados primarios y admitidos a cotización en él.

El Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF), es la plataforma electrónica de negociación mayorista de BME para deuda pública española

y algunos activos registrados en AIAF. El SEND es la plataforma electrónica de negociación de Renta Fija destinada específicamente al inversor particular.

MERCADO DE DERIVADOS

El MEEF es el mercado secundario oficial, encargado de la negociación de futuros y opciones IBEX 35, futuros y opciones sobre acciones, futuros sobre el índice de dividendos, futuros sobre dividendos de acciones y futuros sobre el Bono Nacional 10 años.

Su sociedad rectora es MEFF Sociedad Rectora de Productos Derivados S. A. (MEFF), y hasta septiembre de 2013 era también la encargada de actuar como cámara de compensación, siendo la contrapartida en todos los contratos que se negocian. Con motivo de la aplicación de la normativa EMIR (Reglamento UE 648/2012), a partir de su entrada en vigor, la actividad de contrapartida la ha asumido la nueva sociedad BME Clearing.

3.3.2. SISTEMAS MULTILATERALES DE NEGOCIACIÓN (SMN)

En el artículo 118 de la LMV, se definen los sistemas multilaterales de negociación como *“todo sistema que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en esta Ley.”*

A diferencia de los mercados secundarios oficiales, los SMN se rigen por normas no discrecionales, los instrumentos financieros pueden ser de múltiples terceros, sin hacer referencia a que estén admitidos a negociación, y en ningún momento se hace mención a que los SMN estén sujetos a condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y publicidad.

Los SMN deben estar operados por una empresa de servicios de inversión, una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, o una entidad que se constituya para

ello por parte de una o varias sociedades rectoras. El objeto social de la empresa rectora será únicamente la gestión del sistema, y estará participada al 100 por 100 sociedades rectoras.

Se consideran sistemas multilaterales de negociación el Mercado Alternativo Bursátil, Latibex y el Sistema Español de Negociación de Activos Financieros.

3.3.3 EMPRESAS DE MERCADO

Las empresas de mercado son sociedades anónimas cuyos accionistas pueden ser cualquiera de los miembros del mercado, y que tienen por objeto la prestación de servicios de mercado. Según el tipo de servicios de mercado que prestan, las empresas pueden ser Sociedades Rectoras o Sistemas de Liquidación.

Sociedades Rectoras	Sistemas de Liquidación
Servicios de: <ul style="list-style-type: none">- Reglamentación y Supervisión- Cotización- Contratación- Difusión de información	Servicios de: <ul style="list-style-type: none">- Compensación y Liquidación- Gestión de Garantías- Registro de operaciones

Tabla 3. Servicios de mercado. Elaboración propia.

Bolsas y Mercados Españoles (BME) es una sociedad que integra las diferentes empresas que dirigen y gestionan los mercados de valores y sistemas financieros en España, cotiza en Bolsa de 2006 y forma parte del IBEX desde 2007.

BME se creó con la finalidad de adquirir la totalidad de las acciones de las sociedades que administran los mercados de instrumentos financieros y los sistemas de liquidación en España. Agrupa bajo una misma unidad de acción, decisión y coordinación, los principales mercados secundarios oficiales (mercados regulados), así como otros sistemas multilaterales de negociación. Integra, entre otras compañías:

- Las sociedades rectoras de las cuatro bolsas de valores que existen en España: Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Madrid y Bolsa de Valencia,
- Las sociedades rectoras de los mercados de derivados (Mercado de Futuros MEFF),
- Los sistemas de registro, compensación y liquidación de renta fija y variable IBERCLEAR y
- Senaf, sistema organizado de negociación que opera en el mercado de Deuda pública.

En el siguiente organigrama puede verse cómo se organizan las sociedades que se integran en BME.

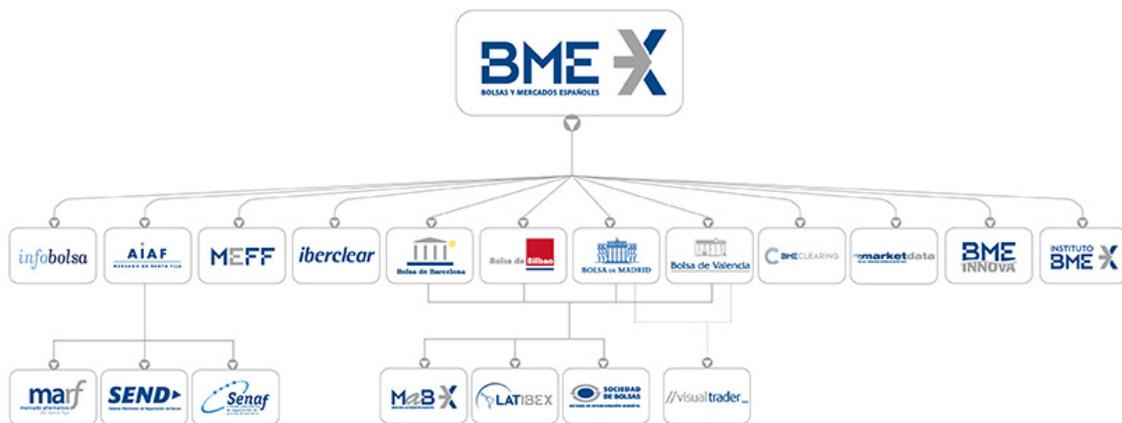


Figura 13. Organigrama de Bolsas y Mercados Españoles. Fuente: (Bolsas y Mercados Españoles, 2015)

4. LA FINANCIACIÓN EN LAS EMPRESAS

4.1. DECISIONES DE FINANCIACIÓN

Las empresas necesitan contar con recursos económicos para financiar las actividades que se llevan a cabo en la empresa, tanto al inicio de su actividad, como para su funcionamiento a lo largo de su vida, y que podrán proceder bien de sus beneficios, bien de fuentes externas, pero que deberán guardar cierto equilibrio financiero.

En este sentido, durante todas las etapas de desarrollo de la empresa, ésta deberá enfrentarse a dos tipos de decisiones dependientes entre sí.

Las decisiones de inversión estarán relacionadas con la finalidad a la que se destinan los recursos obtenidos, y suponen una inmovilización de dichos recursos a corto o largo plazo, según se destinen a la adquisición de activos corrientes o no corrientes, respectivamente. A cambio de esta inmovilización de recursos, la empresa esperará obtener un aumento del valor de la empresa, o un aumento de la rentabilidad (Casanovas y Bertran, 2013).

Las decisiones de financiación están relacionadas con el origen de los recursos obtenidos, y el destino de la financiación para el desarrollo de sus actividades. Estos recursos se pueden dividir en función de su origen en recursos propios y recursos ajenos.

En cualquier caso, estas decisiones no pueden tomarse de manera independiente, ya que toda decisión de inversión necesariamente llevará implícita una decisión de financiación de dicha inversión.

Son muchas las situaciones en las que una empresa se encuentra con necesidades de financiación. Así, de manera permanente, necesita de activos fijos o no corrientes, tales como inmuebles y maquinaria, y de activos corrientes o circulantes, como son los stocks o las cuentas pendientes de cobro. También puede encontrarse con necesidades temporales relacionadas con actividades o situaciones empresariales que no ocurren de manera continua, como es el caso de un aumento de la morosidad o un pedido

extraordinario que necesite de compra de materias primas no previstas o aumento de los coste de personal.

Para cada una de estas necesidades, se deberá evaluar si éstas se financian con recursos a corto o largo plazo.

Todas estas decisiones de financiación e inversión que realizan las empresas para atender a sus necesidades de financiación, se realizan en el marco de los sistemas financieros y a través de los elementos que lo componen: activos financieros, instituciones y mercados.

4.2. CLASIFICACIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN

La estructura financiera de una empresa refleja cómo ha financiado sus inversiones, qué inversiones se han financiado con capital propio, y cuales los han hecho con endeudamiento. En el Balance de Situación de la empresa, el origen y composición de estos recursos hasta una determinada fecha se registra en el Patrimonio Neto y Pasivo.

La financiación de una empresa se puede clasificar de acuerdo con diversos criterios:

- Según su procedencia: Se distingue entre **financiación externa** y **financiación interna o autofinanciación**. La primera se refiere a la financiación procedente del exterior de la empresa, mientras que la segunda es aquella generada en el interior de la misma a partir de los beneficios.

En la siguiente tabla se detallan los posibles orígenes de cada uno de estos tipos de financiación:

Financiación interna	Financiación externa
Retención de Beneficios	Financiación propia procedente de nuevas aportaciones de capital de los accionistas
Financiación procedente de ventas	
Amortizaciones	Financiación por créditos, préstamos o emisiones de deuda (vía mercado de capitales)
Reservas y provisiones	
Financiación por modificación de patrimonio	
Disminución del patrimonio necesario a la explotación	
Venta del patrimonio no necesario	

Tabla 4. Origen financiación interna y externa. Elaboración propia. Fuente: (Casanovas y Bertran, 2013)

- Según la propiedad: Aquel tipo de financiación propiedad de la empresa se denomina **financiación propia**, y se diferencia de la **financiación ajena** que es aquella que pertenece a terceros ajenos a la empresa y, por lo tanto, es preciso devolver en un plazo de tiempo determinado.
- Según el horizonte temporal: Se distingue entre **financiación a corto plazo**, inferior a un año, y **financiación a largo plazo**.

En el siguiente esquema se clasifican a modo de ejemplo los elementos del Patrimonio Neto y Pasivo según los criterios arriba indicados, sin ceñirse a los criterios de Plan General Contable si no ordenando los elementos de manera que resulte más fácil la clasificación de los mismos:

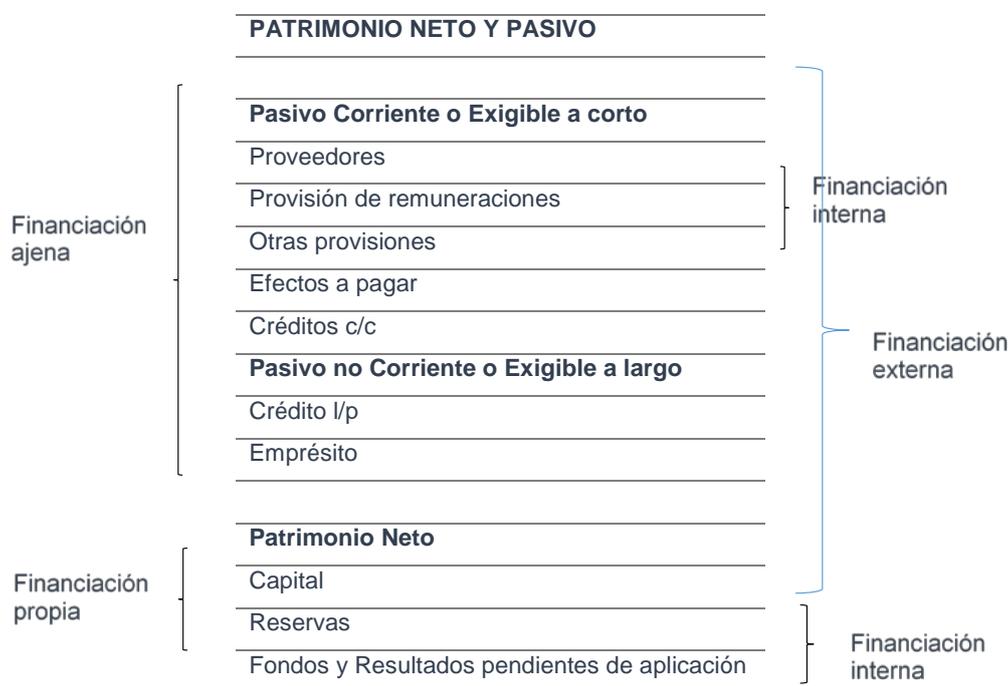


Figura 14. Clasificación de fuentes de financiación. Elaboración propia.

La *financiación ajena*, es aquella que aportan los acreedores de la empresa, y se puede dividir según su horizonte temporal en corto o largo plazo.

- La financiación ajena a corto plazo, se recoge en el Pasivo corriente o exigible a corto y se compone de los proveedores, de los efectos a pagar (letras de cambio y pagarés que la empresa debe satisfacer en términos de hasta un año), de las provisiones, créditos a corto plazo...
- La financiación ajena a largo plazo, que está en el Pasivo no corriente o exigible a largo, se materializa a través de préstamos y créditos con vencimientos superiores a un año, y empréstitos obligacionistas (títulos de renta fija) tales como los bonos y las obligaciones.

Atendiendo a la procedencia de los recursos, la financiación ajena puede ser financiación externa, cuando procede de agentes no pertenecientes a ella, o financiación interna (provisiones) que se genera en la propia empresa.

Se considera **financiación propia externa** al Capital que está incluido dentro del Balance en el Patrimonio Neto, ya que es aportado por los accionistas desde el exterior de la empresa. En la mayoría de las sociedades el capital social está representado por acciones.

Para conseguir financiación, una empresa puede decidir aumentar su capital social a través aportaciones dinerarias. Esta operación financiera se denomina ampliación de capital y se puede llevar a cabo mediante la emisión de nuevas acciones o el incremento del valor nominal⁵ de las acciones existentes.

En el caso de sociedades anónimas, la sociedad no está obligada a devolver a un socio su aportación de capital, sino que, para recuperarla éste deberá vender sus acciones a un tercero. Por tanto, la financiación de los socios no tiene un plazo definido de vencimiento; sólo cuando la sociedad acuerde reducir su capital o disolverse se devolverá a los socios una parte o la totalidad de dicho capital.

La **autofinanciación o financiación propia interna** de la empresa es la generada por la propia empresa sin necesidad de recurrir a los mercados financieros. En este caso, la empresa obtiene los recursos económicos que necesita de los recursos que genera en su actividad, esto es, de la diferencia entre los ingresos y los gastos de explotación. En el balance, estas partidas se recogen en las reservas y los resultados pendientes de aplicación, aunque en el caso de las reservas no se puede hablar de autofinanciación en el sentido estricto mientras no se haga uso de ellas.

El conjunto de la financiación que una empresa toma, se destina a financiar el capital activo o de funcionamiento de ésta y supone un coste para la empresa. En el caso de

⁵ Valor nominal de una acción es el que resulta de dividir el Capital Social entre el número de acciones. Generalmente no coincidirá con el valor de mercado de la acción que es el precio al que se compra o vende una acción en el mercado, y que responde a la oferta y demanda de los títulos en un momento determinado

la financiación ajena (componentes del Pasivo) se tratará de un coste explícito que estará perfectamente especificado en el contrato mediante la TAE (tasa anual equivalente) o el TIE (tipo de interés efectivo). Por el contrario, en el caso de la financiación propia (Patrimonio Neto) el coste será un coste implícito, que vendrá determinado por el coste de oportunidad o rentabilidad de la mejor alternativa posible. (Guadalajara, 2011)

El conocimiento de este coste es fundamental para las empresas, ya que éstas deben gestionar las componentes de su financiación buscando siempre el menor coste posible, y porque de él va a depender la rentabilidad de las inversiones que se planteen llevar a cabo.

Pero para decidir entre las fuentes de financiación que se le ofrecen, la empresa no debe basar su decisión en un único criterio, sino que deberá analizar los efectos que cada una de las alternativas producirán sobre ella.

Además del coste efectivo de la fuente de financiación, se deberán tener en cuenta otros criterios como, el efecto sobre la solvencia y la rentabilidad de la empresa, el destino de la financiación, la disponibilidad de recursos, las condiciones de amortización, la formalización de la operación, las garantías que se deben ofrecer al financiador o la exposición al riesgo financiero.

4.3. FUENTES DE FINANCIACIÓN NO TRADICIONALES PARA PYMES

4.3.1. SITUACIÓN ACTUAL

Tradicionalmente, las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES⁶) se han financiado a través de préstamos bancarios y autofinanciación.

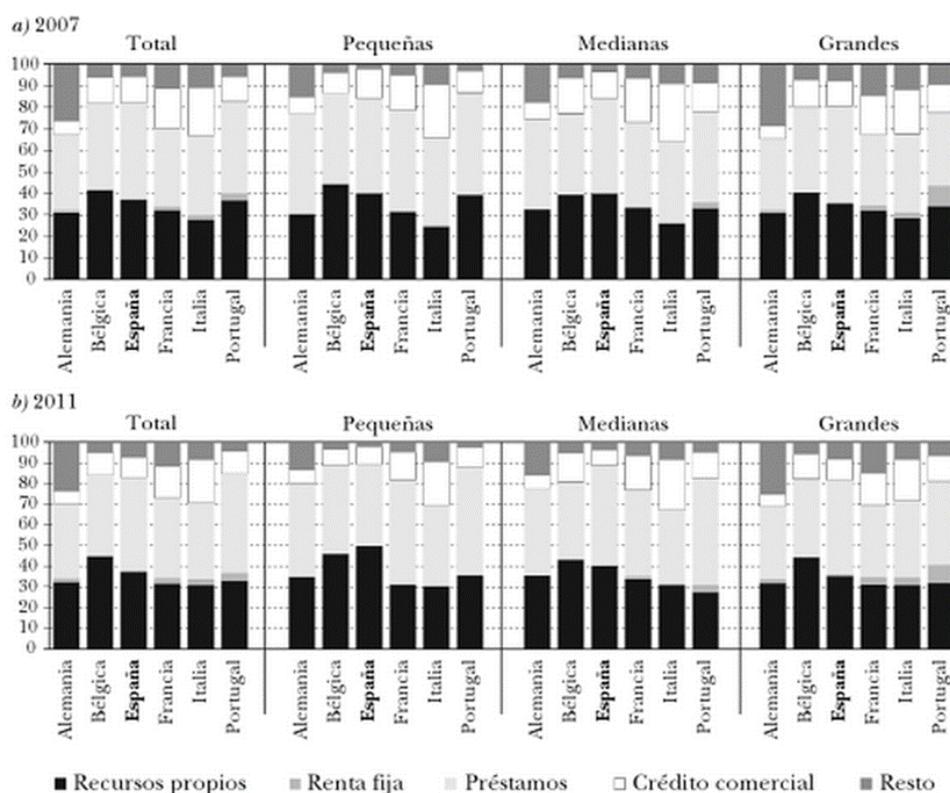


Figura 15. Evolución en la estructura financiera por tamaño en %. Fuente: (Maudos y Fernandez de Guevara, 2014)

⁶ Se consideran PYMEs aquellas empresas que tienen menos de 250 trabajadores y un volumen de negocio inferior a 50 millones euros o bien un balance inferior a 43 millones de euros.

En la figura anterior se muestra la estructura financiera de las empresas en función del tamaño de las mismas, y se observa que no solamente en el caso de las PYMES predominan los préstamos y los recursos propios como fuente de financiación, sino también en empresas grandes. Este patrón se repite en mayor o menor medida en otros países de la Unión Europea como los recogidos en la figura 15: Alemania, Bélgica, Francia, Italia y Portugal.

En el caso de las pequeñas empresas en España, destaca el peso de la financiación con recursos propios en los últimos años (desde el 2007), en detrimento de los créditos comerciales y los préstamos, y que con un 50% en 2011 es el valor más elevado de todos los países analizados. Incluso para el caso de España en 2011, la financiación con recursos propios de las empresas grandes es inferior en 15 puntos, siendo mayores el resto de fuentes de financiación.

Este hecho ha estado alentado por la situación económica de los últimos años en los que se ha producido una contracción del crédito que ha afectado principalmente a las PYMES. En el último informe de la Dirección General de industria y pequeña y mediana empresa, dependiente del Ministerio de Industria, donde se recogen los datos sobre la evolución del crédito dispuesto a financiar actividades productivas, y que se muestran a continuación. En éste se aprecia claramente la evolución restrictiva del crédito concedido por las entidades de crédito en los últimos seis años.

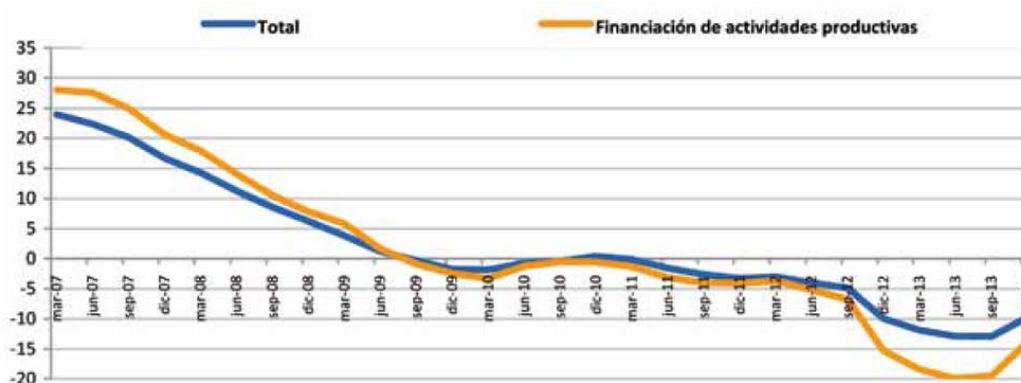


Figura 16. Crecimiento anual del crédito dispuesto para financiar actividades productivas y crédito total dispuesto (%). Fuente: (Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2014)

La disminución del crédito no ha sido el único factor que ha afectado a la financiación ajena de las PYMES, y en especial de los créditos de menor cuantía que son los requeridos por este tipo de empresas. En estos últimos años, se ha producido, además, un aumento del coste de los préstamos, de hasta un millo de euros en España, muy por encima de la media del resto de la Zona Euro, tal y como puede apreciarse en la figura 17. En este sentido, las PYMEs españolas han llegado a soportar diferenciales superiores a 400 puntos básicos con respecto a las PYMEs alemanas.



Figura 17. Interés de los préstamos a PYMES de hasta un millón de Euros. Fuente: (Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2014)

Como resultado de esta situación, desde comienzo de la crisis se ha producido un importante descenso de la cantidad de créditos concedidos a las empresas no financieras de nuestro país, que no ha podido frenarse por las bajadas de tipos de interés que ha llevado a cabo el BCE desde el 2010. En términos generales, el volumen del crédito se ha reducido hasta un tercio del concedido en el periodo 2007-2009 anterior a la crisis.

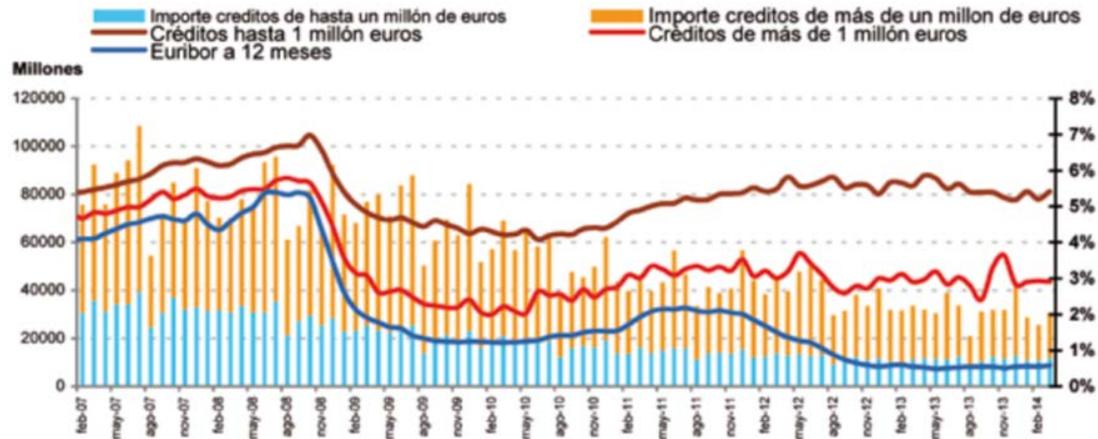


Figura 18. Evolución del importe de préstamos y créditos y de los tipos de interés (TAE) de nuevas operaciones para sociedades no financieras. Fuente: (Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2014)

Por otra parte, la financiación propia puede resultar insuficiente para atender a las necesidades de la empresa, ya que las ampliaciones de capital vía desembolso de los propios accionistas no puede hacerse de manera regular, debido a que las necesidades de la empresa, generalmente son mayores que el patrimonio de los socios.

Esta situación hace necesario que las PYMES busquen fuentes de financiación alternativas, que se ajusten a sus necesidades de crecimiento, e incluso de creación. A continuación se describe brevemente algunas de ellas: Business Angels, Capital Riesgo, Crowdfunding y Sociedades de Capital Riesgo. Al Mercado Alternativo Bursátil por ser objeto de este trabajo se le dedicará mayor atención en el capítulo 5.

4.3.2. BUSINESS ANGELS

Los Business Angels (BA) son inversores privados, generalmente con experiencia, que invierten parte de sus recursos en empresas nuevas no cotizadas. Al igual que las Sociedades de Capital Riesgo, además de recursos económicos aportan conocimientos técnicos, experiencia y contactos, ya que participan activamente en la gestión del negocio, pero sin involucrarse en el día a día. La diferencia principal con el capital riesgo,

es el momento en el que los Business Angels entran en la empresa, ya que en este caso lo realizan en las fases iniciales del ciclo de vida de las empresas, mientras que el Capital Riesgo lo hace en etapas posteriores.

Tal y como se indica en la figura 19 de manera muy simplificada, en un comienzo, las primeras fuentes de financiación a las que tienen acceso los emprendedores son las denominadas en términos anglosajones 3Fs (family, friends, fools). Los business angels también aparecen en las empresas en las etapas iniciales, pero con un perfil de inversión más profesional. En estas etapas iniciales se puede distinguir entre capital semilla cuando la empresa aún no se ha creado y arranque o start-up cuando la empresa es de reciente creación. En las etapas de crecimiento cuando las necesidades de financiación de la empresa son mayores ya entra el juego el capital riesgo y los mercados.

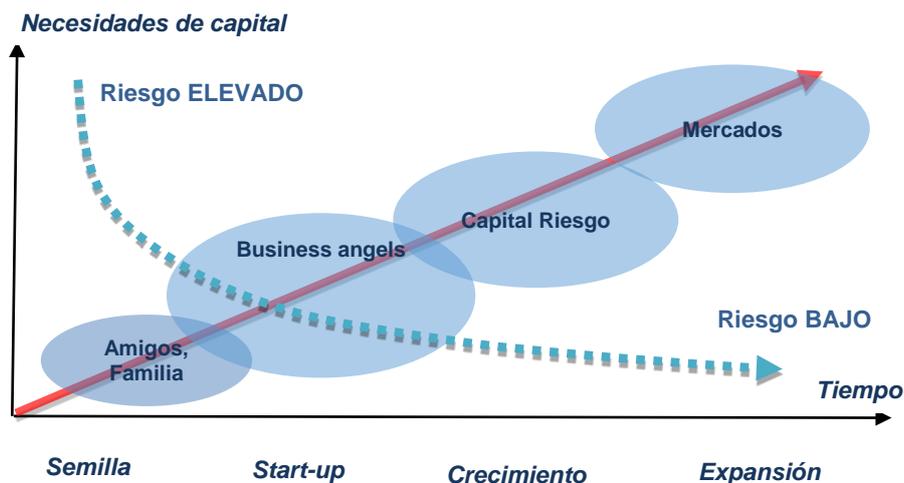


Figura 19. Etapas de financiación de empresas. Elaboración propia.

Aunque el business angel responde a un perfil de inversor muy heterogéneo, existen ciertas características comunes y que los diferencian de otro tipo de inversores:

- Generalmente invierten su propio dinero, mientras que las entidades de capital riesgo suelen invertir recursos de terceros.

- Su participación en la empresa suele estar entre un 30 y un 35% y son inversiones a largo plazo con una duración de 5 a 10 años (Casanovas, 2011). Generalmente la inversión nunca alcanza el 51% que les daría el control de la empresa.
- La inversión media por operación y BA es de 20.000 €, aunque según el país puede variar desde los 9.000€ por BA de Francia a los 189.000€ de Alemania. (EBAN, 2014)
- El perfil del BA es el de un empresario de éxito, antiguo emprendedor que quiere aportar su experiencia a empresas de nueva creación. Generalmente lo hace con empresas próximas a su lugar de residencia, por lo que son inversores locales.
- Aceptan rentabilidades esperadas menores que el capital riesgo por las características de las inversiones y su cuantía inferior.
- A diferencia del capital riesgo, la decisión de inversión no se toma solamente por motivos financieros, sino también por motivos personales, tales como la satisfacción personal de involucrarse en el crecimiento y éxito de una empresa, apoyar el desarrollo económico de su zona de residencia, etc.

El contacto entre el BA y los empresarios que buscan financiación, generalmente se realiza a través de las redes denominadas Business Angel Network (BAN) o redes de business angels. Las BAN agrupan a inversores y emprendedores, por lo que permiten generar sinergias con otros emprendedores o empresas, con otros BA o con otras redes.

Las BAN no solamente ponen en contacto a inversor y emprendedor, sino que realizan otros servicios adicionales tanto para el inversor como para el emprendedor. Una vez recibidos los proyectos, asesoran a los emprendedores en la realización de los Planes de empresas y en las presentaciones de los proyectos, además por parte de los inversores, las BAN realizan un estudio y selección de los proyectos que se presentan al inversor, así como el seguimiento económico de la empresa en la que invierten.

Pese a su importancia, una parte considerable de las inversiones realizadas en Europa provienen de BA que no están registrados en ninguna organización o red. Según

informes de European Trade Association for Business Angels (EBAN) solamente un 10% de los BA están asociados a alguna red o BAN (EBAN, 2014).

Actualmente España es uno de los países de Europa con mayor cantidad de capital invertido por parte de los BA, con 57,6 millones de euros en 2013 por detrás de Gran Bretaña y Francia, con 84,4 y 41,1 millones de euros respectivamente. En la siguiente tabla se detallan las inversiones realizadas por país y por BA, así como una estimación del número que operan actualmente.

	# BAs	# BANs	# Companies financed	BA Inv. 2013 M€	YoY	BA Inv. 2012 M€	Jobs created	Average Inv. per company (€)	Average Inv. per BA (€)	Average Inv. per BAN (M€)
UK	4350	38	535	84,4	24%	68,3	2354	157.757	19.402	2,2
Spain	2520	63	245	57,6	-8%	62,5	1485	235.102	22.857	0,9
Russia	220	13	165	41,8		n.a.	808	253.030	189.773	3,2
France	4320	83	376	41,1	0%	40,9	1807	109.176	9.502	0,5
Germany	1510	37	185	35,1	26%	27,9	916	189.838	23.258	0,9
Finland	490	12	208	26,4	-7%	28,4	916	126.683	53.776	2,2
Sweden	762	11	110	19,4	-17%	23,2	506	175.909	25.394	1,8
Turkey	450	10	61	14,7	40%	10,5	400	240.984	32.667	1,5
Portugal	611	13	73	13,8	19%	11,6	497	189.000	22.581	1,1
Switzerland	424	7	44	13,3	15%	11,6	130	302.273	31.368	1,9
Ireland	480	6	59	13,2	9%	12,1	286	222.966	27.406	2,2
Denmark	155	5	102	11,8		n.a.	539	115.882	76.258	2,4
Belgium	350	6	67	10,0	96%	5,1	332	149.254	28.571	1,7
Italy	760	11	43	9,9	-10%	11,0	282	230.233	13.026	0,9
Netherlands	810	11	58	9,8	-3%	10,1	281	169.310	12.123	0,9
Poland	160	4	38	6,6		n.a.	233	173.158	41.125	1,6
Estonia	52	1	83	4,7		n.a.	457	56.108	89.558	4,7
Norway	110	3	19	4,2		n.a.	88	222.105	38.364	1,4
Austria	240	2	24	2,9		n.a.	132	121.000	12.100	1,5
Bulgaria	52	2	37	2,9		n.a.	163	77.027	54.808	1,4
Greece	52	2	18	2,1	40%	1,5	99	116.667	40.385	1,1
Lithuannia	80	1	18	2,0	-81%	10,9	77	112.556	25.325	2,0
Luxembourg	80	1	17	1,6	433%	0,3	59	94.118	20.000	1,6
Croatia	25	1	10	0,8		n.a.	42	75.000	30.000	0,8
Serbia	25	1	6	0,7	-7%	0,7	28	108.333	26.000	0,7
Cyprus	39	1	2	0,6		n.a.	14	310.000	15.897	0,6

Tabla 5. Inversión por business angel y país. Fuente: (EBAN, 2014)

4.3.3. EL CAPITAL RIESGO

El Capital Riesgo tiene como objeto la inversión en el capital de compañías no cotizadas y con un elevado potencial de crecimiento a medio-largo plazo. Es una financiación temporal y minoritaria, generalmente de PYMEs innovadoras pero con altas expectativas de obtener una rentabilidad por la venta de su participación en el capital de la empresa una vez madurada la inversión. Este mecanismo aporta apoyo financiero y, como ocurría en el caso de los BA, el capital riesgo también juega un papel activo en la evolución y control de la empresa, facilitando el acceso a su red de contactos, apoyando en la gestión y aportando experiencia.

El importe de las inversiones suele estar por encima del millón de euros, y la inversión se suele mantener entre 3 y 10 años, según sea su periodo de maduración (Casanovas, 2011). A diferencia de un inversor bursátil, el inversor de capital riesgo es un socio activo que se involucra en la actividad empresarial pero sin intervenir en los procesos del día a día, aportando financiación estable y liquidez a empresas que no tienen acceso al mercado de valores.

Las entidades de capital riesgo (ECR) se rigen por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado.

Dentro de las entidades de capital riesgo existen dos clases:

- Las **Sociedades de Capital Riesgo**, constituidas como Sociedades Anónimas por tiempo indefinido, pertenecen a una o varias entidades financieras y/o grupos industriales. Estas sociedades realizan las inversiones de capital riesgo en su propio nombre y reciben las plusvalías correspondientes en el momento de la venta de la participación.
- Los **Fondos de Capital Riesgo** se constituyen por un tiempo determinado, con aportaciones de diferentes inversores y son administrados por una Sociedad Gestora. Esta Gestora analiza las propuestas de inversión e invierte por cuenta

del Fondo, por lo que recibe unos ingresos en forma de comisiones de servicios prestados al mismo. Sin embargo, el resultado de rentabilidad de la inversión repercutirá al Fondo, que es en definitiva el propietario de la participación.

Según datos de la Asociación Española de Entidades de Capital-Riesgo (ASCRI), en el año 2011 más de 22.000 PYMES europeas estaban financiadas por capital riesgo, lo que suponía una inyección de capital de 10.800 millones de euros (Barthel et al, 2011). En España, en el año 2013 las ECR invirtieron 2.357 millones de euros en 543 operaciones tal y como se ve en la tabla 6.

	Volumen (M€)		Nº operaciones	
	2012	2013	2012	2013
Inversiones	2.472	2.357	582	543
Nuevos Fondos (solo operadores nacionales)	447.9	482		
Desinversiones	1.196	1.451	428	342
Nº operadores	188	198		

Tabla 6. Principales variables del sector. Fuente: (ASCRI, 2014)

4.3.4. CROWDFUNDING

El crowdfunding es un tipo de financiación colectiva de proyectos, tal y como indican sus siglas en inglés (crowd: multitud, funding: financiación). En esta modalidad de financiación, un colectivo de personas realiza aportaciones dinerarias para invertir en proyectos de otras personas u organizaciones.

En función del tipo de retorno que obtiene la persona que aporta dinero al proyecto, existen cuatro tipos de modelos de crowdfunding (InfoCrowdsourcing, 2014):

- **Crowdfunding de participaciones:** los fondos otorgan participaciones o beneficios en el proyecto financiado.

- **Crowdfunding de préstamos:** la financiación se invierte en préstamos, consiguiendo unos intereses por dichos préstamos.
- **Crowdfunding de recompensas:** la persona que invierte recibe una recompensa en función de su aportación.
- **Crowdfunding de donaciones:** no se recibe recompensa alguna.

Este modelo ha experimentado un crecimiento muy importante en los últimos años, gracias a la creación en internet de diversas plataformas de crowdfunding orientadas a los distintos mercados, que van desde las industrias culturales como la música y el cine, hasta actividades financieras, causas sociales y de caridad o tecnológicas. Durante 2012, las plataformas de crowdfunding recolectaron 2.7 billones de dólares, frente a los 1.5 billones de dólares de 2011 (Caccuri, 2014). En España existen 53 plataformas que en 2013 manejaron 19.1 millones de euros, el doble que en 2012.

4.3.5. SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son sociedades de capital variable que ayudan en el acceso al crédito de las pequeñas y medianas empresas, consiguiendo mejores condiciones de financiación, a través de la prestación de avales ante bancos y cajas de ahorros, de modo que la SGR responde como avalista en caso de insolvencia, aportando, además, el valor añadido del estudio y seguimiento de la viabilidad de la operación.

Como consecuencia de la minimización del riesgo gracias al aval SGR, el banco o caja presta una financiación a tipos bajos y plazos más largos, mediante convenios o líneas de crédito con las SGR. A cambio de la garantía recibida, la empresa, tiene la obligación de adquirir una cuota social de la SGR, que pasa a formar parte de sus recursos propios.

Las SGR surgieron en España en el año 1978 con el objetivo de facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación bancaria. Están bajo la supervisión del Banco de España desde 1988 y se regulan por la Ley 1/1994 de 11 de marzo del Régimen Jurídico de la Sociedades de Garantía Recíproca.

Desde el año 2009 se ha producido una disminución de los avales formalizados anualmente, debido a la crisis de los últimos años, de manera que el 2013, se avaló una cantidad equivalente a un tercio de lo avalado en 2009.

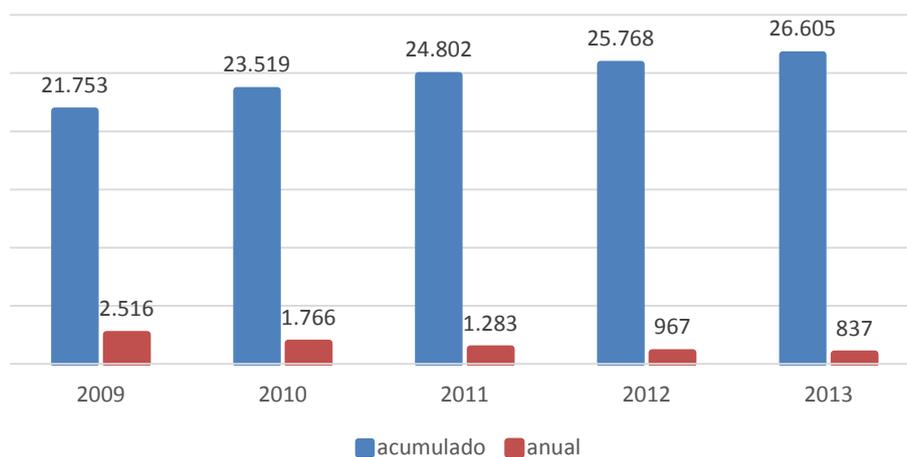


Figura 20. Evolución del importe de los avales formalizados (en millones de €). Elaboración propia. Fuente: (CESGAR, 2013)



5. EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

5.1. DESCRIPCIÓN DEL MAB

En el caso del mercado de capitales como fuente de financiación del capital privado hay que considerar el papel que desempeñan para las PYMES los mercados alternativos, cuyas características se están pensando para ajustarse a las necesidades particulares de este tipo de empresas.

El mercado alternativo que existe actualmente en España es el Mercado Alternativo Bursátil (en adelante MAB). Según datos del último informe disponible del Observatorio del Mercado Bursátil realizado por IMBgrup (Rovira y De la Cruz, 2014) que se presentan en la figura 21, en el año 2014 nueve compañías obtuvieron de este mercado 97,10 millones de euros mediante ampliaciones de capital. De estos 97,10 millones, 33,79 millones corresponden a ampliaciones por canje de Ibercom y Euron.

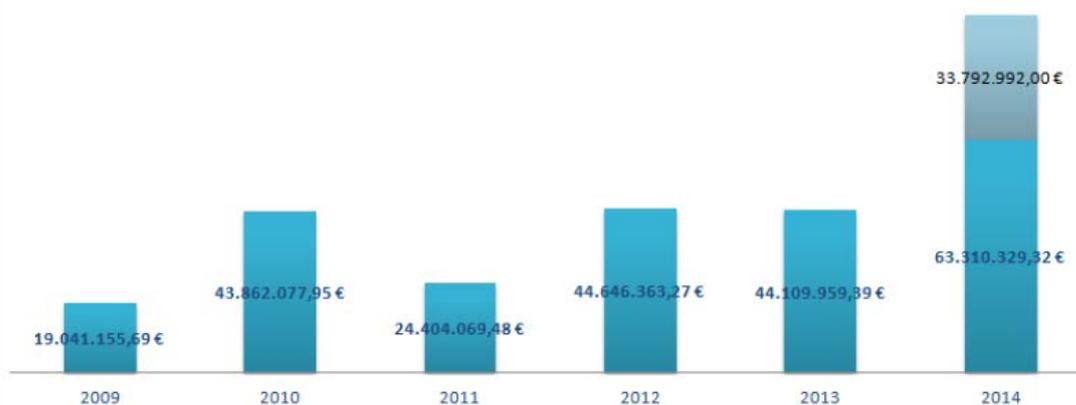


Figura 21. Financiación total obtenida en el MAB por año. Fuente: (Rovira y De la Cruz, 2014)

Además de proporcionar liquidez a las empresas, el MAB permite obtener una valoración objetiva y de mercado de las mismas. Por otra parte, una empresa, cuyas acciones están negociadas en un mercado de valores, puede acometer operaciones corporativas y de internacionalización con más facilidad, ya que dispone de un medio

de pago adicional, pudiendo intercambiar las acciones a un valor objetivo (Casanovas, 2011).

El MAB es un sistema multilateral de negociación, promovido por Bolsas y Mercados Españoles, y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Tal y como se indica en el artículo 1 del reglamento que regula su funcionamiento, *“acoge la contratación de valores negociables que, por el régimen legal específico a que estén sometidas sus emisoras, por sus dimensiones o por sus especiales características, requieran un régimen singularizado de negociación”* (MAB, 2013).

Esto es, el MAB no es un mercado secundario oficial, o mercado regulado según la terminología legal de la UE, lo cual le permite adaptar las condiciones de cotización en el mismo a empresas de pequeña y mediana capitalización, que en muchos casos, no podrían tener acceso a los mercados regulados. El MAB se convierte así en una alternativa de financiación para estas empresas, a un coste inferior y más adaptado a su estructura.

Está dirigido principalmente a valores de la Unión Europea y Latinoamérica, y a inversores tanto institucionales como particulares.

Además de las empresas en expansión, en el MAB cotizan otro tipo de compañías como las SICAV (Sociedades de Inversión de Capital Variable), las SOCIMI (Sociedades de Inversión en el Mercado Inmobiliario) o las ECR (Entidades de Capital Riesgo).

5.2. FUNCIONAMIENTO DEL MAB

El MAB es un sistema organizado de negociación que depende del BME, y por ello, utiliza para la contratación, liquidación y compensación de las operaciones que se realizan en él, los mismos sistemas informáticos que utilizan en los mercados regulados, y también ha implantado muchos de los procedimientos que se aplican a dichos mercados.

Los principales elementos comunes son:

- El registro contable y la compensación y liquidación de valores se realiza a través de Iberclear, que es la sociedad Depositaria Central de Valores Española.
- La plataforma tecnológica de negociación que se utiliza es también el SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil), aunque en este caso, generalmente todas las órdenes de compraventa se agrupan en dos momentos del día, a las doce y a las cuatro de la tarde, en lo que se denomina modalidad de contratación “fixing”.
- Los miembros del MAB son los encargados de realizar la negociación de valores.

A diferencia de la Bolsa, el MAB cuenta con dos figuras nuevas, el asesor registrado y el proveedor de liquidez cuyo objetivo principal es el de asegurar la transparencia y la liquidez respectivamente.

5.2.1. ASESOR REGISTRADO

Toda empresa que entre a cotizar en el MAB deberá designar un asesor registrado que figure inscrito en el Registro correspondiente del MAB, y que le dará soporte en todos aquellos pasos previos a su entrada en bolsa y en el cumplimiento de todos los requisitos para su permanencia, así como en la elaboración y presentación de la información financiera.

Además, será el asesor quien, con su prestigio, avale a la empresa de cara a los inversores (BME, 2008) y garantice que ésta cumple con todas las obligaciones de transparencia que exige el mercado.

Sus principales funciones, tal y como se describen en la Circular 10/2010 (MAB, 2010) del MAB que regula las actuaciones de esta figura, son:

- Comprobar que la compañía cumple con los requisitos de incorporación al mercado y asesorarla en la preparación de la documentación requerida.
- Revisar que la información periódica o puntual se presenta correctamente en plazo y forma según requisitos del mercado.

- Informar y asesorar a la empresa sobre los hechos que pudiesen afectar al cumplimiento de las obligaciones de la compañía con el MAB.
- Informar al MAB de posibles incumplimientos de la empresa, y cualquier información que le sea requerida.
- En el caso de acuerdo de exclusión de la negociación, comprobar que el precio ofrecido se ajusta a los criterios previstos en la regulación aplicable.

El asesor registrado ya existe en otros mercados alternativos europeos consolidados como son el Alternative Investment Market (AIM), bajo el nombre de “*nominated advisor*” o el ALTERNEXT con los “*listing sponsor*”, con responsabilidades similares. Las dos diferencias más importantes que presentan los asesores registrados de estos mercados respecto a los del MAB son, (a) por una parte, el tipo de entidades autorizadas a actuar como asesor registrado y los requisitos de experiencia que se les exige: en el caso de AIM y ALTERNEXT los asesores solamente pueden ser sociedades financieras con, al menos 2 años de experiencia en Financiación de Empresas; y (b) por otra parte, en estos casos los asesores reportan y son autorizados por el operador de todos los mercados, y no por el mercado alternativo.

En la tabla 7 se realiza una comparativa de las principales características:

	Asesor Registrado MAB	Nominated Advisor AIM	Listing Sponsor ALTERNEXT
Quien puede ser	Empresas de servicios de inversión Bancos y Cajas Ahorros Despachos de abogados Firmas de auditorías Empresas asesoramiento	Sociedades financieras con 2 años de experiencia en Financiación de Empresas, 4 ejecutivos cualificados y que hayan asesorados en 3 operaciones relevantes en dos años.	Sociedades financieras con 2 años de experiencia en Financiación de Empresas, y 2 ejecutivos con experiencia
Aprobado por	MAB	Bolsa de Londres	Euronext
Registrado en	Registro MAB	Register of Nominated Advisers Bolsa de Londres	Alternext Listing Sponsors List
Responsabilidad	Intermediario entre emisor y MAB	Intermediario entre emisor y Bolsa de Londres	Intermediario entre emisor y Euronext
	Comprobar el cumplimiento de los requisitos de incorporación. Revisar la información presentada. Estar disponible para informar al MAB sobre la empresa	Certificar la idoneidad de la empresa para el AIM Verificar el cumplimiento de las normas Hacer Due Diligence y verificar la documentación final	Certificar la idoneidad de la empresa para Alternext Verificar el cumplimiento de las normas Hacer Due Diligence y verificar la documentación final

Tabla 7. Comparativa de las principales características de los asesores registrados. Elaboración propia. Fuente: (Bolsas y mercados españoles, 2007) y (London Stock Exchange, 2014)

El MAB comenzó en 2008 con la autorización de 14 asesores registrados, que a día de hoy han subido hasta 26, y cuya relación puede verse en el Anexo 1. Teniendo en cuenta que en el MAB cotizan actualmente 26 empresas, existe un exceso de oferta de asesores registrados debido a las buenas expectativas que se esperaban de este mercado, basada en la experiencia de los mercados de Londres (AIM) y Francia (Alternext).

5.2.2. PROVEEDOR DE LIQUIDEZ

Uno de los inconvenientes que presentan las empresas de pequeña capitalización a la hora de entrar en bolsa es la baja liquidez (Giralt y Gonzalez, 2012). En los mercados europeos existen intermediarios que ofrecen a los inversores precios de referencia y contrapartidas; también esta figura ha sido utilizada con anterioridad en los mercados españoles para valores con falta de liquidez.

Con el fin de favorecer la liquidez de las transacciones, conseguir una frecuencia de contratación suficiente (García, 2010) y reducir las variaciones de precio por causas ajenas al mercado, el MAB en el artículo 15 de su Reglamento (MAB, 2013), obliga a las empresas a presentar un contrato de liquidez con una entidad de crédito o una empresa de servicios de inversión, y que actuará como Proveedor de Liquidez. El Proveedor de Liquidez será el encargado de dar contrapartida a las operaciones de compra y venta de los títulos con dinero y acciones que le suministrará el emisor.

En la Circular 7/2010 sobre “Normas de contratación de acciones de empresas en expansión a través del mercado alternativo bursátil” (MAB, 2010) se describe el objetivo de estos contratos de liquidez y sus características fundamentales, así como el procedimiento de exoneración del proveedor de liquidez. El régimen de actuación del Proveedor de liquidez para cada valor se desarrollará en Instrucciones Operativas que se publicarán en la página web del MAB.

Las Instrucciones Operativas establecerán el importe mínimo de efectivo en las posiciones de compraventa, la horquilla máxima de precios y el proveedor de liquidez elegido por el emisor. Generalmente, el importe mínimo de efectivo es de 5.000 euros, y la horquilla máxima del 5%.

En la siguiente tabla se muestran los proveedores de liquidez elegidos durante los últimos años por los emisores del MAB:

Proveedor de Liquidez	Nº empresas	Porcentaje
Caja Madrid Bolsa S.V., S.A.	4	23.53%
Mercavalor Sociedad de Valores, S.A.	1	5.88%
Cortal Consors, S.A. (Grupo BNP Paribas)	2	11.76%
Banco Sabadell, S.A.	3	17.65%
Solventis A.V., S.A.	1	5.88%
Banesto Bolsa, S.A.	3	17.65%
Credit Suisse Securities Europe Limited	2	11.76%
Renta 4, S.V., S.A.	1	5.88%

Tabla 8. Proveedores de liquidez del MAB. Fuente: (Palacín y Jara-Corrales, 2012)

5.2.3. REQUISITOS DE ADMISIÓN

Los requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y exclusión de acciones emitidas por empresas en el MAB, se encuentran especificados en la Circular 2/2014 del MAB (MAB, 2014).

Características de las entidades emisoras:

- Las empresas que deseen emitir sus acciones en el MAB deberán ser sociedades anónimas con su capital totalmente desembolsado y sus acciones representadas por anotaciones en cuenta.
- El régimen contable y la información financiera se ajustará a las NIIF o el estándar contable del país, si la empresa está constituida en una empresa del Espacio Económico Europeo. Si es de fuera podrá optar entre NIIF o US GAAP.
- Las empresas deberán estar comercializando productos o servicios y obteniendo ingresos significativos por ellos. En caso de que no lleven dos ejercicios completos, deberán presentar información estimada sobre la actividad.

Las empresas deberán incorporar a sus estatutos sociales las siguientes obligaciones para la propia sociedad o sus accionistas:

- Comunicación de participaciones significativas, entendiéndose como tales las que superen o desciendan del 10% o múltiplos para los accionistas, o el 1% para los administradores y directivos.
- Publicidad de pactos parasociales que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o afecten a los derechos de voto.
- En caso de que se acuerde en la sociedad solicitar su exclusión de negociación en el MAB se deberá ofrecer a los accionistas que no estén de acuerdo, la adquisición de sus acciones a un precio conforme a la regulación de ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs).
- Si un accionista recibe una oferta de compra de manera que el adquirente sea titular de más de un 50% del capital social, dicho accionista no podrá aceptar la oferta a menos que el adquirente ofrezca comprar el resto de acciones con las mismas condiciones. Este requisito tiene como objetivo regular los cambios de control de la sociedad, ya que la normativa sobre OPAs no afecta a estas sociedades por no cotizar en una Bolsa de Valores. (García, 2010).

Las empresas que deseen cotizar en el MAB, deberán designar un Asesor Registrado y presentar un contrato de liquidez, así como presentar un escrito dirigido al mercado. Esta solicitud irá acompañada de documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos anteriores, el Documento Informativo y cualquier otra información que requieran los órganos de gobierno del mercado. El mercado deberá informar a la CNMV sobre la documentación recibida, aunque no será necesario el visto bueno de ella.

Una vez admitida a cotización, la sociedad está obligada a remitir al mercado la siguiente información:

- Informe financiero semestral relativo a los seis primeros meses de cada ejercicio.
- Información anual sobre las cuentas anuales auditadas.
- Cualquier información relevante y de interés para los inversores, como la que se recoge en el Anexo 2 (MAB, 2010).

5.3. ORIGEN Y EVOLUCIÓN DEL MAB

La creación del MAB se aprobó en el Acuerdo del Consejo de Ministros del 30 de diciembre de 2005 para dar respuesta a cambios normativos que afectaron a las Instituciones de Inversión Colectiva, y que dieron lugar a la exclusión de la cotización en la Bolsa de las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAVs). En 2006 ya cotizaban en el MAB 2.045 SICAVs y en 2007 se pondría en marcha la admisión en el mismo de Sociedades y Fondos de Capital Riesgo (BME, 2006).

Fue en el año 2008, cuando se puso en marcha en el MAB, el segmento de empresas en expansión, abriéndose la posibilidad de cotización a estas empresas. Sin embargo, no fue hasta 2009 cuando se admitieron a cotización las primeras empresas, Zinkia e Imaginarium.

Previo a su puesta en marcha, los responsables de BME en colaboración con la Universidad de Alcalá hicieron un estudio para identificar todas aquellas empresas que podrían cotizar en el nuevo mercado (Crespo y García, 2007).

En este estudio, utilizando la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) se identificaron 5.353 empresas que podrían acceder al MAB y que tenían las siguientes características:

- No estar participadas por empresas extranjeras, por otras empresas españolas que coticen en bolsa, o estarlo en menos de un 50%.
- No ser empresas financieras ni de seguros.
- No cotizar en bolsa
- Tener unos fondos propios mayores de 6.5 millones de euros

El estudio dividía a estas empresas candidatas a cotizar en el MAB en tres grupos en función del tamaño y con las siguientes características:

EMPRESAS	TIPO A	TIPO B	TIPO C
Nº trabajadores	9<n<50	50<n<250	n<250
Financiación propia/ Financiación Total	42.8%	50.6%	39.4%
Rentabilidad económica(ROA)	6.3%	8.6%	7.8%

Tabla 9. Características universo objetivo de empresas. Fuente: (Bolsas y mercados españoles, 2007)

Así mismo, se realizó un análisis por Comunidad Autónoma y sector (figuras 22 y 23), en el que se puede ver cómo estas empresas se agrupaban principalmente en Cataluña y Madrid con un 24% y 23% respectivamente, y con una amplia distribución en los sectores de hostelería, transporte, comunicaciones y servicios a empresas (36%).

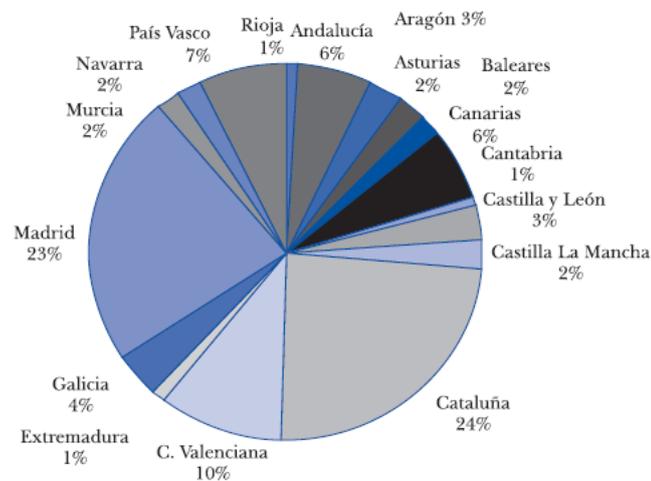


Figura 22. Distribución de empresas por Comunidad Autónoma. Fuente: (Giralt y Gonzalez, 2012)

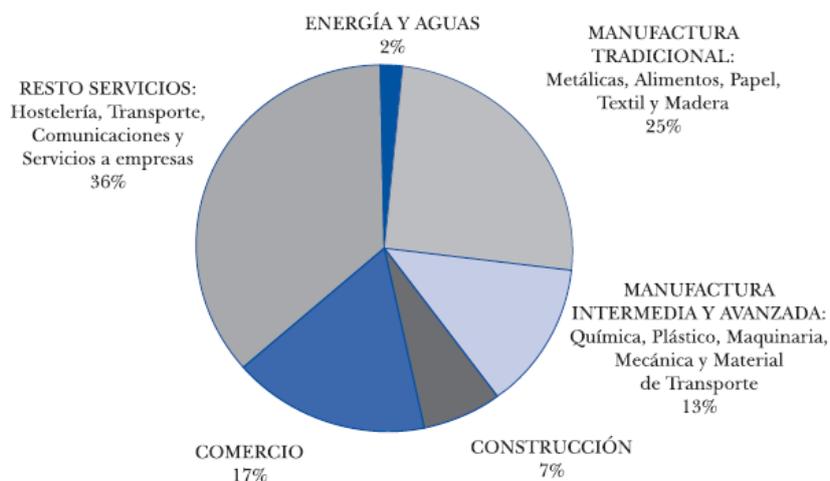


Figura 23. Distribución de empresas por Sector. Fuente: (Giralte y Gonzalez, 2012)

El crecimiento del segmento de empresas en expansión del MAB desde su creación en 2008 está siendo muy lento, por no decir que no existe tal crecimiento. A pesar de que los estudios iniciales preveían un universo potencial de 5.353 empresas, de que la experiencia en otros mercados alternativos europeos como el AIM y el Alternext había sido muy positiva, y de las posibilidades de financiación que da este mercado, en estos años en los que el principal problema de las empresas ha sido la falta de crédito, menos de 30 empresas cotizan actualmente en este mercado.

En la figura 24 se observa como desde el año 2010 en el que se incorporaron 10 empresas, se han ido incorporando 5 empresas al año, excepto en el 2013 que únicamente se incorporó 1 (EBIOSS). Es más, en el año 2013 se produjo la salida de dos empresas que entraron en el 2010, Grupo Nostrum Rnl S.A. y Negocio Estilo de Vida S.A.

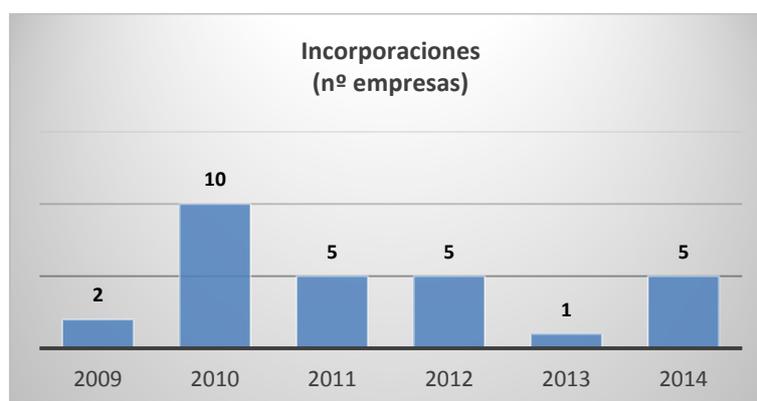


Figura 24. Incorporaciones al MAB. Elaboración propia a partir de datos del MAB.

A día de hoy, en el MAB únicamente cotizan 26 empresas. Las posibles razones que explican el escaso número de empresas en el MAB son:

- Desconocimiento. Según encuestas realizadas, solamente el 30/35% de las empresas conoce el MAB (Giralt y Gonzalez, 2012).
- Barreras culturales. Las PYMES españolas son más reticentes a buscar financiación en los mercados de valores a diferencia de lo que ocurre en otros países europeos
- Requisitos legales. Los principales inconvenientes que manifiestan las empresas a la hora de cotizar en bolsa son el incumplimiento de los requisitos legales (nótese que hay gran cantidad de sociedades limitadas entre las PYMES), y el temor a perder el control de la empresa ante la llegada de nuevos inversores.
- Falta de incentivos fiscales. A excepción de algunas comunidades autónomas que sí lo han hecho, no existen incentivos fiscales a la inversión en estas empresas, a diferencia de lo que ocurre en otros países europeos como Alemania, Bélgica, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal y Reino Unido.

En la siguiente tabla se recoge la relación de empresas cotizadas en el año 2015.

Nombre	Capitalización (M€)	% Año 2015	Contratación	Sector	Web
1NKEMIA	45,62	0,57%	Fixing	Farmacéuticos y Biotecnología	http://www.inkemia.com
AB-BIOTICS	22,46	32,20%	Fixing	Farmacéuticos y Biotecnología	http://www.ab-biotics.com
ALTIA	70,91	12,68%	Fixing	Electrónica y Software	http://www.altia.es
BIONATURIS	36,09	-1,39%	Continuo	Farmacéuticos y Biotecnología	http://www.bionaturis.es
BODACLICK	7,60	0,00%	Fixing	Comunicación y Publicidad	http://www.bodaclick.com
CARBURES	152,45	-62,41%	Continuo	Aerospacial	http://carbures.com
CATENON	25,85	25,45%	Fixing	Electrónica y Software	http://www.catenon.com
COMM CENTER	9,51	-7,10%	Fixing	Comercio	http://www.commcenter.es
EBIOSS ENERGY	43,37	4,95%	Continuo	Ingeniería y Otros	http://www.ebioss.com/es
EUROCONSULT	37,20	2,35%	Fixing	Ingeniería y Otros	http://www.euroconsult.es
EUROESPES	2,78	0,00%	Fixing	Farmacéuticos y Biotecnología	http://www.euroespes.com
EURONA TELECOM	92,67	5,33%	Continuo	Telecomunicaciones y Otros	http://www.eurona.net
FACEPHI	10,32	-24,64%	Fixing	Electrónica y Software	http://www.facephi.com
GRINÓ ECOLOGIC	69,77	-12,31%	Fixing	Ingeniería y Otros	http://www.grinyo.com
HOME MEAL	25,43	2,50%	Fixing	Comercio	http://www.homemeal.eu
IMAGINARIUM	18,36	-11,76%	Fixing	Comercio	http://www.imaginarium.es
GOWEX	572,72	0,00%	Continuo	Telecomunicaciones y Otros	http://www.gowex.com
LUMAR	6,04	0,00%	Fixing	Alimentación y Bebidas	http://www.lumarnaturalseafood.com
MASMOVIL	193,99	52,73%	Continuo	Telecomunicaciones y Otros	http://www.grupomasmovil.com
MEDCOM TECH	74,32	-12,15%	Fixing	Farmacéuticos y Biotecnología	http://www.medcomtech.es
NEURON BIO	18,38	15,22%	Continuo	Farmacéuticos y Biotecnología	http://www.neuronbio.com
NPG TECHNOLOGY	19,00	15,67%	Fixing	Electrónica y Software	http://www.npgtech.com
ONLY APARTMENTS	16,34	-2,76%	Fixing	Ocio, Turismo y Hostelería	http://www.only-apartments.es
SECUOYA	70,97	78,22%	Fixing	Comunicación y Publicidad	http://www.gruposecuoya.es
VOUSSE CORP	4,25	-13,33%	Fixing	Otros Servicios	http://vousse.com/inversores
ZINKIA	11,74	0,00%	Fixing	Otros Servicios	http://www.zinkia.com

Tabla 10. Empresas cotizadas en MAB. Fuente: (MAB, 2015)

5.4. CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL MAB

Para poder entender el perfil de las empresas que optan por el MAB como fuente de financiación, se analizará para estas empresas dos variables definitorias de las mismas: tamaño y sector.

5.4.1. TAMAÑO

Para analizar el tamaño de las empresas que actualmente cotizan en el MAB, se ha realizado una clasificación de estas empresas por cada una de las variables que las que se define una PYME (nº de trabajadores, volumen de negocio anual y balance de negocio anual). Los datos se han obtenido del SABI⁷.

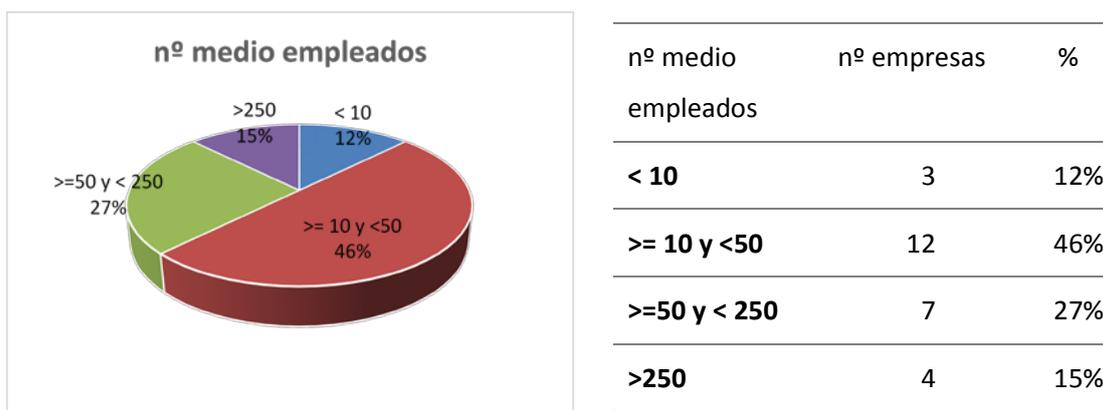


Figura 25. Clasificación de empresas por empleados. Elaboración propia a partir de datos del MAB.

⁷ A excepción de EBIOS que al ser una empresa de nueva creación, no tiene datos disponibles en el SABI.

La mitad de las empresas están en el rango de 10 a 50 empleados y el 73% podrían considerarse PYME. En los extremos se encuentran 3 microempresas⁸ que tienen menos de 10 trabajadores, y 4 empresas (Altia, Commcenter, Griñó e Imaginarium) que ya no pueden considerarse PYMEs porque emplean a más de 250 trabajadores.

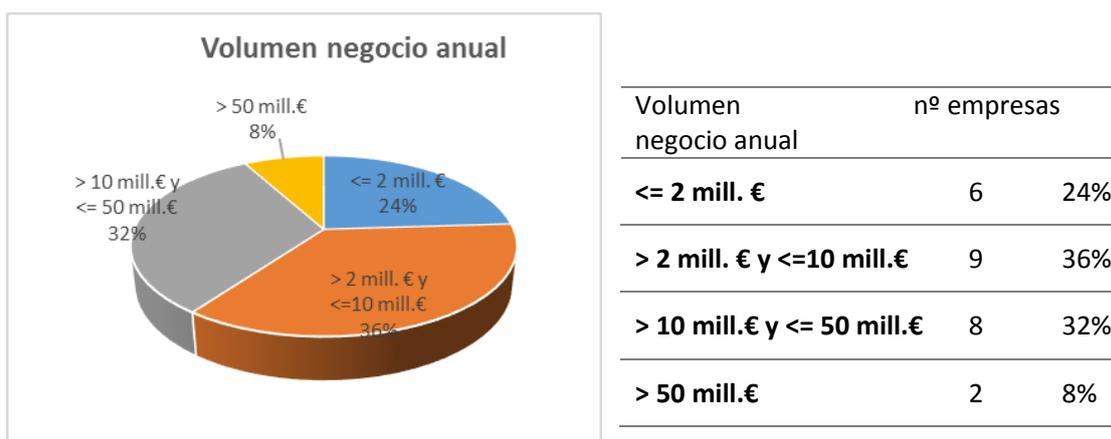
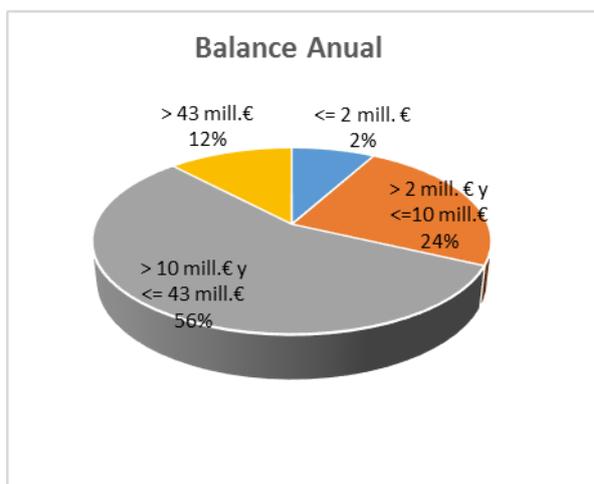


Figura 26. Clasificación de empresas por volumen de negocio. Elaboración propia a partir de datos del MAB.

Por Volumen de Negocio, el 68% de las empresas podría considerarse PYME, y únicamente 2 de ellas que además también rebasaban el límite de trabajadores, (Commcenter e Imaginarium) superan los 50 millones de euros, con lo que no podrían considerarse PYME. En este caso el 24% de las empresas tiene una cifra de negocio muy baja, por debajo de los 2 millones de euros.

⁸ Se entiende por microempresa, a aquella que ocupa a menos de 10 personas y tiene un volumen de negocios o un balance general anual que no supera los 2 millones de euros



Balance anual	nº empresas	Porcentaje
<= 2 mill. €	2	2%
> 2 mill. € y <=10 mill.€	6	24%
> 10 mill.€ y <= 43 mill.€	14	56%
> 43 mill.€	3	12%

Figura 27. Clasificación de empresas por volumen de negocio. Elaboración propia a partir de datos del MAB.

Por último, revisando el balance anual, más de la mitad de las empresas tienen un balance entre 10 y 43 millones de euros, y únicamente 2 (Bionatures y Facephi) podrían considerarse microempresas. En este caso, son 3 las empresas con una balance superior a 43 millones de euros, Imaginarium, Griñó y Carbures.

Por lo tanto, de las empresas que cotizan en el MAB, únicamente una (Bionatures) se puede considerar micropyme, y de todas ellas, 4 (Altia, Commcenter, Griñó e Imaginarium) no cumplen la definición de PYME.

Aunque el MAB es un mercado diseñado para facilitar financiación a PYMEs, y el 80% de las empresas que cotizan en él lo son, también pueden encontrarse en el MAB grandes empresas (16%) y en menor medida microempresas (4%).

5.4.2. SECTOR

Otro de los factores utilizado para analizar las empresas que están presentes en el MAB es el sector de actividad al que pertenecen, y que viene informado en la web de este mercado alternativo.

En el gráfico de la figura 28 se muestra el porcentaje de empresas para cada uno de los sectores de actividad representados, así como el peso que cada uno de estos sectores tiene en la capitalización total del MAB.

Por número de empresas, los sectores con mayor representación son productos farmacéuticos y biotecnología y electrónica y software; y por capitalización son telecomunicaciones y productos farmacéuticos y biotecnología. Tal y como era de esperar, dominan los sectores relacionados con las nuevas tecnologías y la innovación, ya que las empresas que se encuentran en ellos son las más proclives a la expansión y el crecimiento.

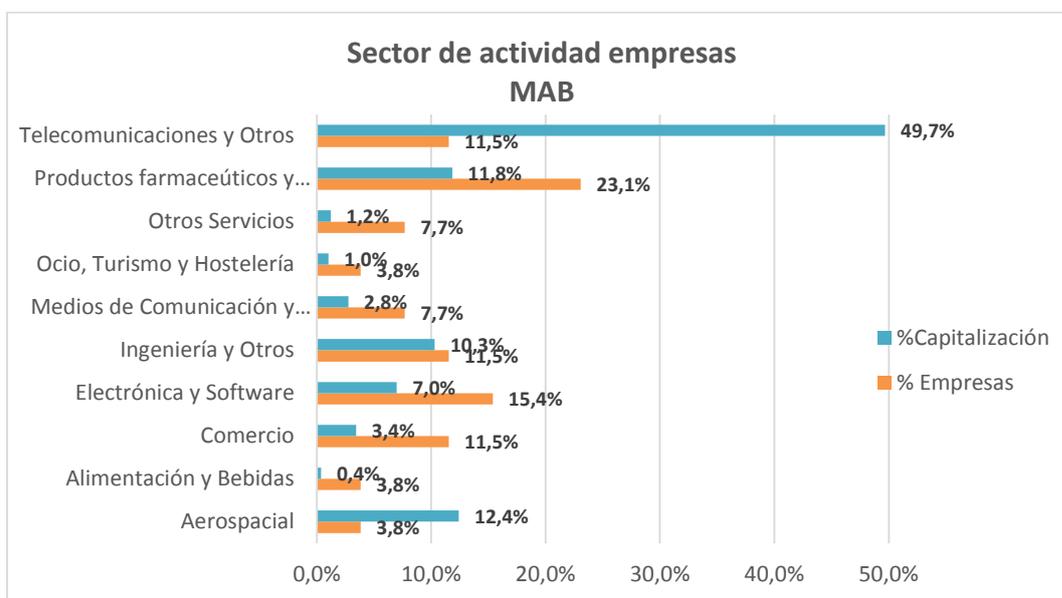


Figura 28. Distribución de empresas cotizadas en MAB por sector. Elaboración propia a partir de datos de MAB.

5.5. MERCADOS BURSÁTILES ALTERNATIVOS EN UE

Actualmente en la UE existen varios mercados alternativos semejantes al MAB español. Los principales mercados alternativos son el AIM británico, creado en 1995 y el Alternext francés creado en 2005.

En la tabla siguiente se resumen para cada uno de los principales mercados alternativos europeos, los datos de capitalización y número de empresas cotizadas a 31 de diciembre de 2013.

Exchange	New Market	Mercado/ Segmento	Tipo	Listed Comp.	Capitalización (millones €)
Athens Exchange	Alternative Market (EN.A)	Mercado	Sin especificar	14	143,1
BME	MAB	Mercado	PYME	23	1.677,70
Bratislava Stock Exchange	Bratislava Stock Exchange	Mercado	Sin especificar	64	705,30
CEESEG-Vienna	Dritter Markt	Mercado	Sin especificar	24	1.270,90
Cyprus Stock Exchange	Emerging Companies Cyprus (EMERG.CO.CY)	Mercado	Sin especificar	19	624,90
Deutsche Borse	Entry Standard	Segmento	PYME	188	54.894,40
Euronext	Alternext	Mercado	PYME	184	8.325,00
Luxembourg Stock Exchange	Euro MTF	Mercado	Sin especificar	217	358,30
NASDAQ OMX	First North alternative market	Mercado	PYME	131	4.283,90
Warsaw Stock Exchange	New Connect	Mercado	PYME	445	2.648,50
London Stock Exchange	AIM	Mercado	PYME	1087	95.423,65

Tabla 11. Mercados alternativos en Europa. Elaboración propia con datos de FESE (Federation of European Securities Exchanges, 2013).

El mercado con mayor número de empresas cotizadas, y mayor capitalización total es el AIM. El MAB se encuentra todavía entre los mercados más pequeños en número de empresas y capitalización, estando por detrás de él el Alternative Market griego y el Emerging Companies Cyprus de Chipre. En las figuras 31 y 32 se compara el número de empresas cotizadas y la capitalización del mercado para cada uno de los mercados alternativos de la tabla.



Figura 29. Número de compañías cotizadas por mercado. Elaboración propia con datos de FESE (Federation of European Securities Exchanges, 2013).



Figura 30. Capitalización del mercado en millones de euros. Elaboración propia con datos de FESE (Federation of European Securities Exchanges, 2013).

Realizando un análisis del sector al que pertenecen las empresas presentes en los dos mercados alternativos más importantes de Europa, el AIM británico y el Alternext

francés, en los que el número de empresas cotizadas es mayor (1.087 y 184 empresas respectivamente en 2013) la tendencia no es siempre la misma.

En el caso del AIM lo primero que llama la atención es la diversidad, ya que en él se encuentran representados prácticamente todos los sectores. En él cotizan compañías minoristas dedicadas al comercio, restaurantes, el alquiler, el cine,...

A diferencia de lo que ocurre en el MAB los sectores tecnológicos no son los más representados. En este caso, atendiendo al número de empresas destacan las financieras y las relacionadas con materias primas (en su mayoría relacionadas con la minería), y atendiendo a los sectores con mayor capitalización, destacan el sector financiero nuevamente y la producción de petróleo y gas.

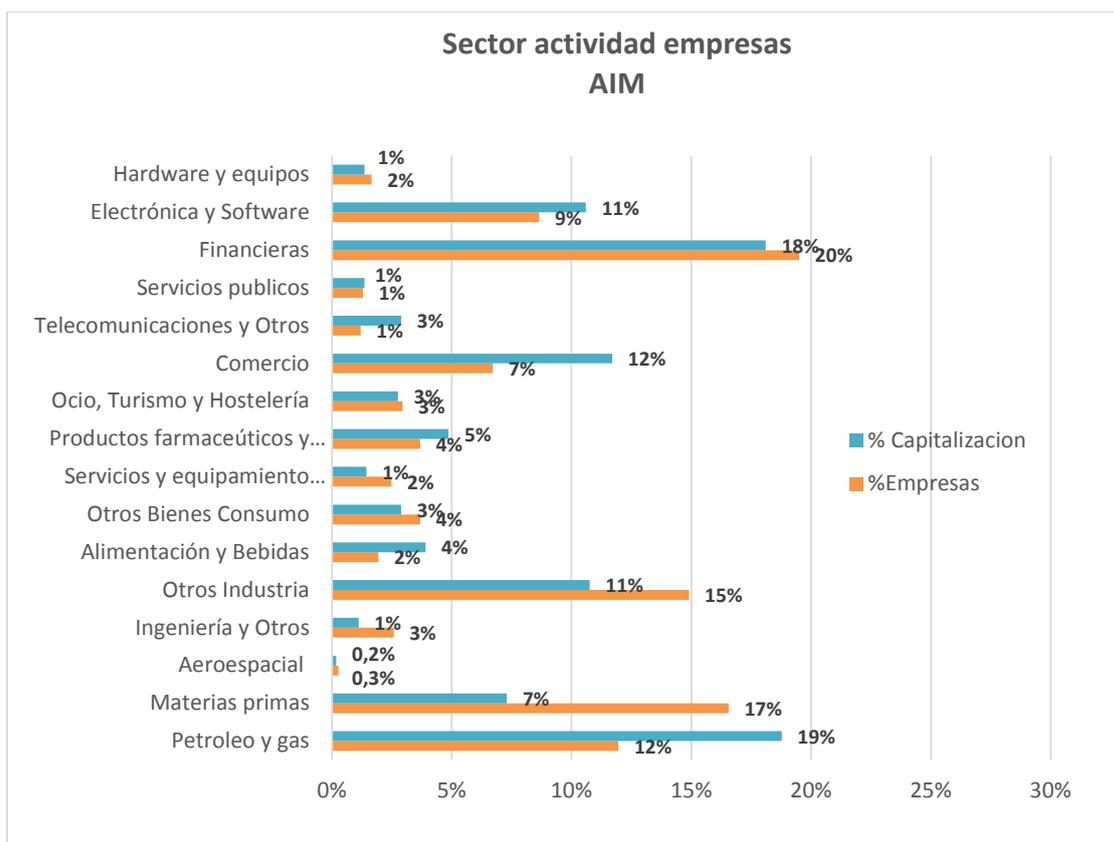


Figura 31. Distribución de empresas cotizadas en AIM por sector. Elaboración propia a partir de datos de AIM. (London Stock Exchange Group, 2013)

Al igual que en el caso del AIM, en el Alternext también se encuentran representados muchos más sectores que en el mercado español, como empresas del sector financiero, petróleo y gas o de materias primas.

Sin embargo, en el Alternext sí que existe una tendencia hacia empresas tecnológicas, sobretodo de electrónica y software tanto en número de empresas como en capitalización.

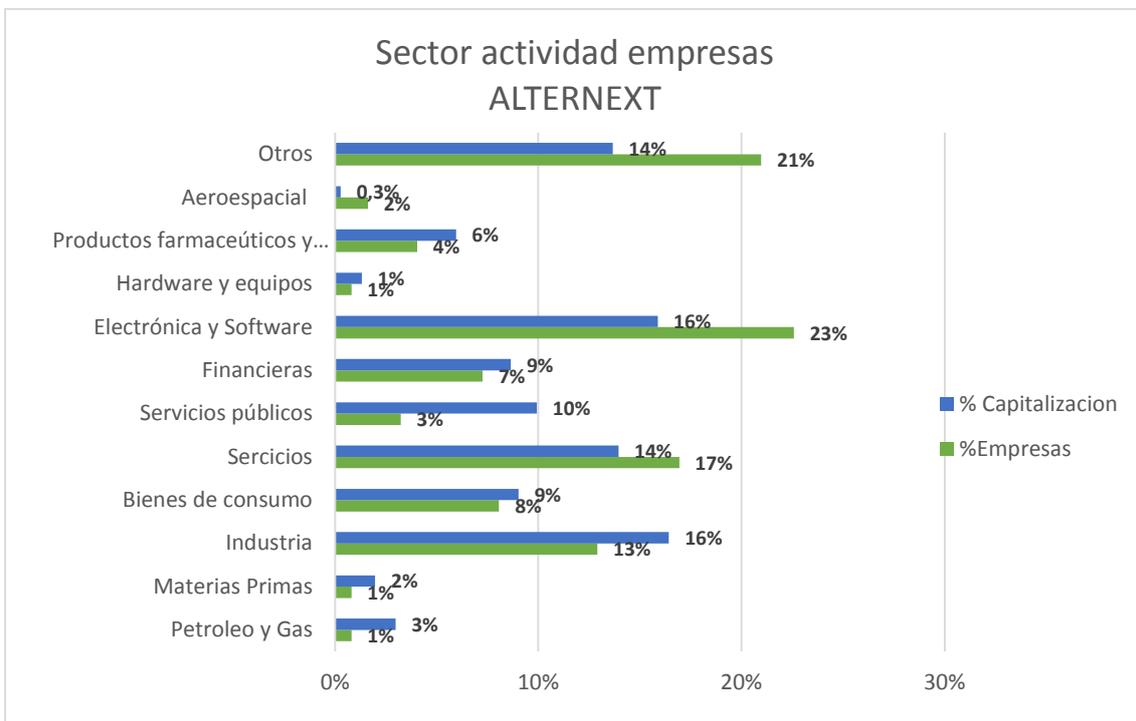


Figura 32. Distribución de empresas cotizadas en Alternext por sector. Elaboración propia a partir de datos (Cano, 2008)

5.6. LA LIQUIDEZ DEL MAB

Desde que se creó el MAB en 2008 hasta hoy no se han visto cumplidas las expectativas que se había creado en torno al mismo y es evidente el escaso interés de las empresas (menos de 30 empresas cotizan en él) y el reducido número de inversores que operan en él.

Todo ello ha dado lugar a un mercado con poca liquidez, en el que los volúmenes de contratación son escasos, lo cual, a su vez, provoca que las empresas sean cada vez más reticentes a cotizar en este mercado por miedo a que la compañía pierda valor por causa del mercado, y por otra parte, los inversores tienen dudas a la hora de invertir en valores de baja liquidez.

En cualquier caso la iliquidez del mercado no se debe únicamente a éste, sino que es una característica derivada de las empresas que cotizan en él. Según un estudio de la Universidad Pablo Olavide, tres características comunes a las empresas que cotizan en los mercados alternativos explican que la mayoría de los valores de los mercados alternativos tengan poca liquidez: el pequeño tamaño, la asimetría de información y la estructura accionarial concentrada (Soto-Araneta et al, 2013).

Sin embargo, estos tres factores comunes evolucionan a lo largo del tiempo. El tamaño de las empresas crece, la asimetría de la información tiende a reducirse cuanto mayor es el tiempo que la empresa cotiza y va publicando información, y aumenta la dispersión del accionariado. No en vano las empresas que buscan financiación en los mercados alternativos lo hacen según planes de expansión del negocio, que deberían dar lugar a un crecimiento de la empresa y una mejora de la liquidez.

6. EL CONTROL DEL MAB

6.1. EL PAPEL DE LA CNMV

En el año 2001 los economistas Joseph Stiglitz, George Akerlof y Michael Spence, recibieron el Premio Nobel de Economía por sus análisis de los mercados con *información asimétrica*, es decir, cuando las partes que intervienen en la compraventa de un activo no cuentan con la misma información sobre éste.

Recordando la definición de mercado perfecto del apartado 2.4.1., la existencia de la información asimétrica en los mercados, supone un fallo del mercado que da lugar a resultados económicos ineficientes.

Estos estudios se encuadran en los nuevos enfoques financieros surgidos a partir de los años 80, en contra de la Teoría Moderna de las Finanzas, que parte del principio fundamental de que los inversores son racionales y que los precios reflejan en todo momento el valor fundamental de los títulos. Estos supuestos garantizan la eficiencia del mercado al no sobrevivir ninguna estrategia que no optimice las ganancias e imponer un solo precio, o precio de equilibrio, a cada transacción (Ceballos, 2004).

En cualquier caso, la existencia de fallos de los mercados demostrada principalmente durante las crisis económicas, hace necesario algún grado de regulación y supervisión de los mercados

En nuestro caso, la Ley del Mercado de Valores, establece claramente en su artículo 13 que se encomiendan a la CNMV *“la supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, [...] La Comisión Nacional del Mercado de Valores velará por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores.”*

Con esta finalidad, el Reglamento General de funcionamiento y gestión del MAB elaborado por BME como entidad rectora del mismo, y autorizado por la CNMV conforme marca la LMV, establece toda la información que el mercado deberá poner a

disposición de la CNMV para que ésta pueda llevar a cabo la labor de supervisión encomendada: Circulares, Instrucciones Operativas, incorporación de valores al mercado, información relevante acerca de los valores o sus emisores,...

En el Comunicado realizado por la CNMV el 2 de julio de 2014 respecto a GOWEX y el MAB, se recalca que las competencias de la CNMV *“se reducen a la vigilancia de las conductas de abuso de mercado y al cumplimiento de los procedimientos que rigen el funcionamiento del MAB”*, lo cual puede entrar en conflicto con la función que le atribuye la Ley del Mercado de Valores a la CNMV, y que es de mayor alcance.

BME es la entidad rectora del MAB, y como tal, responsable de su organización y funcionamiento interno. Es por ello que está obligada a establecer mecanismos y procedimientos para *“supervisar con regularidad el cumplimiento de sus normas por parte de sus usuarios, así como las operaciones realizadas por éstos de acuerdo con sus sistemas, con objeto de detectar infracciones de dichas normas o anomalías en las condiciones de negociación o de actuación que puedan suponer abuso de mercado”* como establece la LMV en su artículo 122.

Además de la elaboración del Reglamento General de funcionamiento del MAB, BME elabora y publica circulares que rigen el funcionamiento de este mercado y que son de obligado cumplimiento para todos sus agentes, y ha establecido la formación de una Comisión de Supervisión del MAB, cuyos integrantes designa y es la encargada de inspeccionar y supervisar el funcionamiento del MAB

Es decir, existen organismos de supervisión en varios niveles que deben asegurar el correcto funcionamiento del MAB y que al menos, teóricamente, disponen de los recursos para ello. En el siguiente apartado, se describe cómo pueden fallar durante años los mecanismos establecidos.

6.2. EL CASO GOWEX

6.2.1. ANTECEDENTES

LET'S GOWEX es una sociedad anónima creada en 1999 bajo la denominación de “Iber Band Exchange, S.A.”, nombre que mantuvo hasta el año 2008 que adoptó la denominación actual. Su objeto social, tal y como se describe en sus Estatutos, es:

“La Sociedad tiene por objeto:

1º.- Servicios de telecomunicaciones.

2º.- Servicios jurídicos.

3º.- Compra, venta y explotación de bienes inmuebles.

El objeto social se podrá desarrollar directa o indirectamente, a través de otras sociedades. Todas aquellas actividades, que por su naturaleza sean propias de las sociedades profesionales, se realizarán a través de una mera intermediación”

Los hechos más relevantes de la actividad de la empresa se recogen en la siguiente tabla, desde su creación hasta el momento en que se cuestionó la validez de sus cuentas.

Junio 1999	D. Jenaro García constituye la sociedad Iber Band Exchange, S.A. para explotar y desarrollar la Bolsa de las Telecomunicaciones, que consistía en una plataforma tecnológica B2B ⁹ para el intercambio de productos de telecomunicaciones.
2003	Constitución de la filial Iber Wifi Exchange S.L.U. íntegramente participada, cuyo objetivo era la gestión y explotación de una nueva plataforma de roaming de Wireless y móvil.
2004	Crea la fundación REDSINFORNTERAS.ORG de la cual, a día de hoy no se ha encontrado información alguna, a parte de la publicidad que se hace de ella en la página web de GOWEX

⁹ B2B o Business-to-Business: modalidad de comercio electrónico entre empresas (business)

2005	Pasa a formar parte de Net!Works, plataforma europea tecnológica de comunicaciones móviles e inalámbricas, que reúne a más de 700 empresas del sector de las comunicaciones entre las que se encuentran empresas industriales, PYMES innovadoras e instituciones académicas
2007	<p>Desarrollo de la plataforma WILOC para generar ingresos publicitarios.</p> <p>Integrante de la comisión de desarrollo de la Unión Internacional de Telecomunicaciones (ITU), organismo oficial de las Naciones Unidas para el desarrollo internacional de la Sociedad de la Información.</p> <p>Recibe el Premio Innovación ENISA¹⁰ 25 Aniversario en Tecnologías de la Información y de las Comunicaciones.</p> <p>Resulta finalista en los Premios Príncipe Felipe a la Excelencia Empresarial, en la modalidad de Innovación Tecnológica.</p>
2008	<p>La compañía adopta el nombre de “Let’s Gowex” y su grupo de sociedades “Grupo GOWEX”</p> <p>Obtiene el certificado francés Oséo Anvar como “sociedad innovadora”</p>
2009	<p>A través de la filial IBER WIFI se convierte en el principal gestor y explotador de las redes wifi municipales.</p> <p>Se crean las filiales 100% participadas: Iber Wifi Avilés, S.L.U., Iber Wifi Madrid, S.L.U., Iber Wifi Málaga, S.L.U., Iber Wifi Mieres, S.L.U.,</p>
2010	<p><i>Incorporación de Let’s Gowex al MAB</i></p> <p><i>Admisión a cotización en el Alternex francés.</i></p> <p>El modelo de WIFI GRATIS está presente en 35 ciudades de España y Latinoamérica.</p> <p>Se siguen creando filiales siguiendo el modelo, a final del año ya son 24.</p>
2011	Ampliación de capital en la que el importe total de la suscripción asciende a 6.88.531,08 €
2012	<p>Ampliación de capital en la que el importe total de la suscripción asciende a 17.729.486,40 €</p> <p>Expansión de GOWEX en Europa</p>

¹⁰ ENISA: Empresa Nacional de Innovación, S.A. es una empresa de capital público adscrita al Ministerio de Industria Turismo y Comercio a través de la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa.

2013	<p><i>GOWEX recibe autorización de la SEC (Securities Exchange Commission) para iniciar un programa de ADRs de GOWEX que cotizarán en dólares en el mercado extrabursátil estadounidense OTC Over the Counter.</i></p> <p>Se incluye a GOWEX en el índice MSCI Spain (Morgan Stanley Capital Internacional)</p> <p>Premiada como “Mejor Nueva Empresa Cotizada” en la primera edición de los “European Small Mild-Cap Awards” organizado por la Federación Europea de Bolsas de Valores FESE</p> <p>Presente en el Spanish Equities New York Conference organizada en Nueva York por JB Capital Market y la Asociación Española de Relación con Inversores.</p> <p>GOWEX ya se encuentra presente en más de 80 países entre los que destacan Estados Unidos o China.</p>
2014	<p>Realiza roadshows en el encuentro internacional “XX Santander Iberian Conference” en Madrid, “ODDO Midcap” en Francia y el “16th Annual Needhan Growth Conference” de Nueva York con inversores por Francia y Estados Unidos, que le dan una gran visibilidad fuera de nuestro país.</p> <p>Entra a formar parte de la “AllSeen Alliance” consorcio sin ánimo de lucro perteneciente a la “Linux Foundatios” y en el que se encuentran empresas como AT&T, LG o CISCO.</p> <p>Participa en la “2014 Plan Euro Small and Mild Cap Growth Conferencie” en la que realizará conferencias en Londres organizada por Credit Suisse.</p> <p>Asiste a la “Spanish Small & Midcaps New York Conference” en Nueva York organizada por BME y JB Capital Market en colaboración con IESE Business School.</p>

Tabla 12. Cronología de GOWEX desde su inicio. Fuente: Elaboración propia.

En apenas 10 años GOWEX tuvo un ascenso meteórico. Se convirtió en un grupo con más de 30 filiales creadas por la matriz, con presencia en 80 ciudades de todo el mundo y que cotizaba en 3 de los mercados más importantes del mundo: el MAB perteneciente a BME, el Alternext del NYSE Euronext Paris y el OTC estadounidense. Gracias a este crecimiento y al buen hacer en lo que a imagen de empresa se refiere, tiene en su haber multitud de premios y reconocimientos, y participaba en los eventos más importantes en los que puede estar una PYME, tanto en Europa como en Estados Unidos. Esto le dio una gran visibilidad en el sector de las telecomunicaciones, y en especial entre los inversores de empresas innovadoras de todo el mundo.

No es de extrañar que Luis María Linde gobernador del Banco de España, en un desayudo de Nueva Economía Forum el pasado 8 de julio de 2014, reconociera que el escándalo GOWEX afectaría a la imagen de nuestro país “*Es evidente que no es bueno para la marca España, pero cosas así pasan en todos los países*”

En las cuentas anuales presentadas por la empresa, durante el tiempo que estuvo cotizando en el MAB, se observa el incremento de la cifra de negocio a lo largo de los años. Antes de su incorporación al MAB en 2010 duplicó su cifra de negocio, pasó de ser una empresa modesta con unos ingresos de 10 millones de euros en 2006, a 25 millones de euros en 2009. Es sobre todo a partir de 2011 cuando se observa un crecimiento exponencial de la cifra de negocio, situándose ésta en 183 millones de euros en 2013, año anterior a su suspensión en la cotización.



Figura 33. Ingresos de explotación de GOWEX en millones de Euros. Fuente: Elaboración propia a partir de datos del SABI (Dijk, 2014) ver Anexo3.

Evaluando el beneficio generado por el activo de la empresa, con independencia de cómo está financiado el mismo, la rentabilidad de GOWEX era del 24,2% el último año, con una tendencia también creciente a partir de la salida en bolsa, momento en el que la empresa tenía una rentabilidad 5 veces menor, 4,38%.



Figura 34. Rentabilidad económica de GOWEX (%). Fuente: Elaboración propia a partir de datos del SABI (Dijk, 2014) ver Anexo3.

Ante estos datos de crecimiento tan positivos y unas rentabilidades tan atractivas, el valor de las acciones de GOWEX tuvo un crecimiento espectacular. Destacar también la confianza que presentaba para los inversores el hecho de que GOWEX cotizara en el MAB, un mercado alternativo para empresas en expansión, tal y como se presentaba GOWEX. Mercado que además está promovido por BME, que es la primera bolsa de Europa y octava del mundo por financiación, con 36.109 millones canalizados en 2014 (Bolsas y Mercados Españoles, 2014), y supervisado por la CNMV, organismo dependiente de la Secretaria de Estado de Economía.

Durante muchos años los directivos, y en especial su CEO Jenaro García, habían conseguido que la empresa fuera conocida en los principales círculos inversores, tanto dentro como fuera de España, tal y como se describe en la tabla 12 “Cronología de GOWEX”. Según Barber y Odean (1999) los inversores tienden a invertir en aquellos valores que llaman su atención por la razón que sea, es el denominado *efecto atención*. Lo cual resulta perfectamente lógico, ya que resulta imposible analizar todos los valores que existen, incluso para las empresas de inversión más importantes del mundo. De

esta manera, el efecto atención restringe el universo de valores a invertir, a aquellos que han recibido una mayor atención por los medios (Villaba, 2008)

GOWEX gozaba de rentabilidad, confianza y visibilidad. Todo ellos hizo que en el último año, las acciones de la empresa se revalorizaran un 400%, muy por encima del IBEX35 que recoge los 35 valores más líquidos del mercado continuo español.

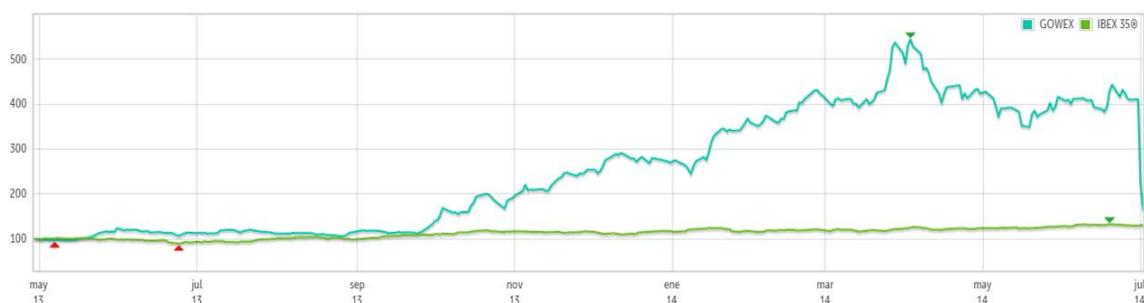


Figura 35. Evolución del valor de cotización de las acciones de GOWEX en el MAB y del IBEX35, con base 100 en mayo de 2013. Fuente: (MAB, 2015).

Las acciones de GOWEX tuvieron una evolución similar en todos los mercados en los que cotizaba. Así, en el Alternext las acciones pasaron de valer 4.8€/acción en mayo de 2013, a 26,5 €/acción en abril de 2014 cuando alcanzaron su valor más alto.

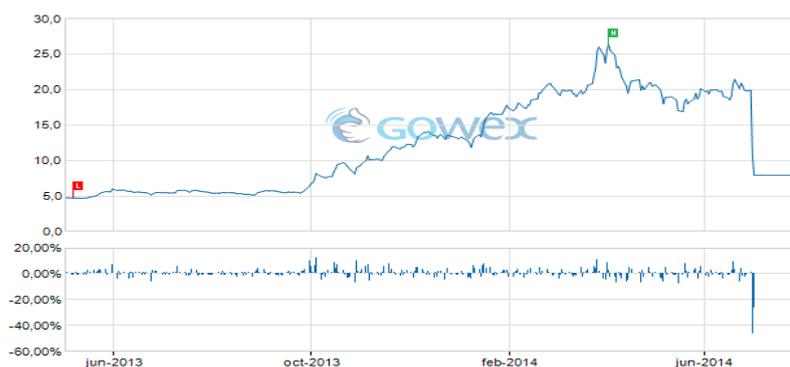


Figura 36. Evolución del valor de la acción (€) y variación diaria (%) en el Alternext. Fuente: (GOWEX, 2014)

6.2.2. EL ESCÁNDALO DE LAS CUENTAS FALSAS DE GOWEX

El día 1 de julio de 2014, día en el que comienza el escándalo de las cuentas falsas de GOWEX, la empresa estaba inmersa en su proceso de expansión y de reconocimiento como empresa innovadora, tal y como se recoge en la siguiente figura extraída de la web de la empresa. Ese mismo día se recibía la visita de la alcaldesa de Madrid y se acababa de informar al MAB del último acuerdo del Consejo de Administración por el que se aprobaban las cuentas anuales consolidadas del 2013.

La Alcaldesa de Madrid, Ana Botella, visita las oficinas centrales de GOWEX

01/07/2014



La regidora madrileña ha estado acompañada por Dolores Flores, Coordinadora General de Economía y Empleo, Lorenzo Amor, presidente de la Federación Nacional de Trabajadores Autónomos y Pedro González Torroba, director de Comercio y desarrollo empresarial Madrid Emprende. Durante la misma ha destacado la importante labor de Jenaro García, fundador y CEO de GOWEX, como ejemplo de emprendedor que ha conseguido convertir a una empresa de orígenes madrileños, en todo un referente mundial en WiFi gratuito.

Figura 37. Última noticia publicada en la página web de GOWEX. Fuente: (GOWEX, 2014)

En ese momento, Gotham City Research, empresa de análisis norteamericana, publica su informe “Let’s Gowex: la charada de Pescanova” en el que aseguraba que las acciones de GOWEX no tenían ningún valor, ya que el 90% de los ingresos declarados

en sus cuentas anuales eran falsos, comparando a GOWEX con PESCANOVA y sus irregularidades contables.

Como consecuencia de ello, las acciones de GOWEX cayeron ese día un 46%, de 19.91€/acción a la que cerraron en el MAB el día anterior 30/04/14, a 10,71€/acción ese mismo día 01/07/14. El día 2/07/14 las acciones siguieron cayendo y cerraron a 7.91€/acción.

A partir de este momento se sucedieron comunicados por varios de los agentes implicados que fueron desde la acusación a Gotham City Research de la falsedad del informe para obtener beneficios especulativos por la bajada de cotización, hasta la declaración del CEO de GOWEX, Jenaro García de que las cuentas habían sido falseadas, tal y como había denunciado Gotham City Research. En la tabla 13 se adjunta la evolución de los acontecimientos desde el comunicado de Gotham City Research.

1/07/2014	D. Jenaro García emite un comunicado en el que informa al mercado que la información publicada por Gotham City es falsa, y que emprenderá acciones legales contra los responsables de la publicación.
2/07/2014	GOWEX emite un comunicado en el que ratifica la veracidad de sus cuentas. La CNMV emite un comunicado en el que informa de que está recabando información sobre Gotham City y un supuesto abuso de mercado, así como del seguimiento que el MAB realiza sobre GOWEX.
3/07/2014	Se suspende la cotización de GOWEX a petición expresa de la misma, a espera de que la empresa demuestre la veracidad de los datos en un informe respuesta que presentará el 7/07/14.
4/07/2014	Se designa a Price Waterhouse Coopers como auditor para realizan un informe de investigación de la información a 31 de diciembre de 2013, contable, contractual y de gestión. ASINVER ¹¹ presenta ante la Fiscalía General del Estado una denuncia contra GOWEX, su CEO Jenaro García, la empresa auditora M&B Auditores, Bolsas y Mercados Españoles (BME) y el asesor registrado Ernest&Young.
6/07/2014	D. Jenaro García, Consejero Delegado y Presidente admite que, las cuentas de la Sociedad de, al menos los últimos cuatro años no reflejan su imagen fiel.

¹¹ ASINVER: Asociación Europea de Inversores Profesionales

7/07/2014	Los trabajadores de GOWEX emiten un comunicado para desvincularse de los hechos.
14/07/2014	La empresa presenta concurso voluntario de acreedores. Se nombra administrador judicial a Javier Solsona, ex consejero y director corporativo bajo la presidencia de Jenaro García.

Tabla 13. Cronología del caso GOWEX. Fuente: Elaboración propia.

La declaración de Jenaro García, CEO de GOWEX, admitiendo que había falseado las cuentas de la empresa durante, al menos, los últimos cuatro años, pone en duda, no solo la ética profesional de los agentes implicados directamente en la falsificación de los datos, sino también la eficacia del propio mercado y el papel de los organismos supervisores.

En el Documento Informativo de incorporación al MAB segmento para empresas en expansión, que presentó GOWEX, la empresa declaró que *“con la motivación de aumentar la transparencia y seguridad de los inversores y a pesar de que las recomendaciones contenidas en el Código Unificado de Buen Gobierno son únicamente aplicables a las sociedades cuyas acciones estén admitidas a cotización en un mercado secundario oficial de valores, ha implantado varias de las recomendaciones establecidas al respecto por el Código Unificado”*. Así mismo, declaraba aprobar un Reglamento Interno de Conducta *“para reforzar la transparencia a los inversores”*. Declaraciones que a día de hoy, se han demostrado contrarias al hacer de algunos responsables de la empresa.

Durante el tiempo que GOWEX cotizó en el MAB, la compañía Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L. fue su Asesor Registrado, conforme establece la normativa del MAB, y con la función de que *“Una vez incorporada la empresa al segmento Empresas en Expansión, revisará la información que la compañía haya preparado para remitir al Mercado Alternativo Bursátil con carácter periódico o puntual y verificará que cumple con las exigencias de contenido y plazos previstos en la normativa del Mercado”* (MAB, 2010). A pesar de que se ha demostrado que la información que revisaba no era real, Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L sigue apareciendo en la página web del MAB como Asesor Registrado autorizado.

Ernst & Young es una empresa multinacional de reconocido prestigio, y que como tal, tiene un Código de Conducta para todos sus empleados, en el que declara como valores de su personal la integridad, el respeto y el trabajo en equipo, así como tener empleados que *“construyen relaciones basadas en hacer lo correcto”*. (EY, 2009). En febrero de 2012 el CEO de GOWEX, Jenaro García, fue galardonado con el premio emprendedor del año por Ernst&Young en la categoría de innovación.

Como requerimiento del MAB a todas las empresas con valores cotizados en él, GOWEX publicó anualmente, tanto en su página web como en la página web del MAB, los informes financieros semestrales y anuales en los que se presentaban las cuentas anuales consolidadas del periodo correspondiente, auditadas por M&A Auditores S.L. En la figura 38 se incluye un extracto del informe de auditoría emitido por la empresa el año 2012, en relación a las cuentas del 2011, uno de los años en los que el Presidente admitió la falsedad de los datos recogidos.

En el extracto se observa que el auditor pertenecía al Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España (ICJCE), institución privada vinculada orgánicamente al Ministerio de Economía y Competitividad. El ICJCE dispone de un Código de Ética, en el que establece unos principios de actuación para los profesionales de la auditoría, y cuya existencia se justifica *“por el hecho de que uno de los rasgos esenciales de la profesión de auditoría es la responsabilidad pública del auditor en relación con la información financiera, lo cual va más allá de la satisfacción de las necesidades de cada cliente en particular”*. (Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España, 2008).

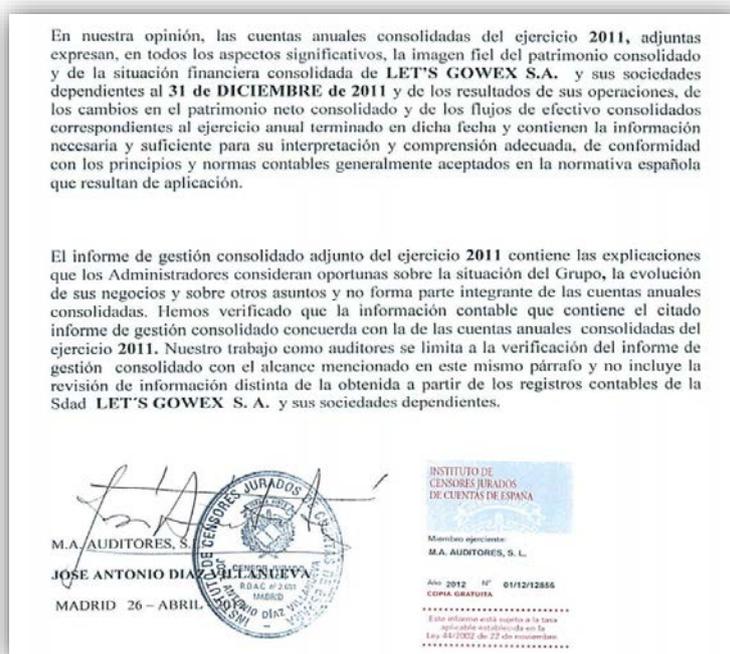


Figura 38. Extracto del informe de auditoría de Let's Gowex y sociedades dependientes 2011. Fuente: (M&A Auditores S.L., 2012)

En el informe de Gotham City Resarch ya se cuestionaba la actuación de la empresa auditora por dos motivos, por una parte el hecho de que fuera una empresa desconocida, lo que no resulta muy habitual, ya que las grandes empresas contratan firmas internacionales de prestigio. Por otra parte, los costes de auditoria sorprendentemente bajos, el informe indica que en 2013 éstos ascendieron a 68.500€ lo que suponía un 0,04% de los ingresos y los comparaba con empresas de actividad y tamaño similares a Gowex: Boingo (1,57% de los ingresos) y iPass (0,97%) (Gotham City Research LLC, 2014).

6.3. OTROS CASOS ANTERIORES: ZINKIA, BODACLICK Y NOSTRUM

El año 2014 no fue un buen año para el MAB y sus inversores. En el primer semestre del año, y apenas unos meses antes de que estallara el caso GOWEX, el Consejo de

Administración de Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación, S.A., acordó la suspensión de la contratación de las acciones en el Mercado Alternativo Bursátil de ZINKIA y BODACLICK, por encontrarse ambas en situación concursal, así como la exclusión de NOSTRUM cuyas acciones estaban suspendidas de contratación desde el año anterior. Actualmente las acciones de BODACLICK han sido excluidas, y ambas empresas se encuentran en procesos de liquidación. En la tabla 14 se describen los perfiles de estas empresas.

Empresa	Perfil Empresa
ZINKIA	Compañía dedicada a la producción y gestión de marcas de entretenimiento, especialmente en el mundo de la animación así como en contenidos interactivos (juegos de consola y comunidades online). Es la creadora de Pocoyó.
BODACLICK	Portal que ofrece información para la organización de bodas. Más de 7000 empresas de Europa y América ofrecen sus productos y servicios a través de la web. El esquema de facturación se basa en el retorno generado a los anunciantes.
NOSTRUM	Grupo de marketing y publicidad iberoamericano.

Tabla 14. Perfiles de Empresa. Elaboración propia.

La suspensión de la cotización de las acciones de estas empresas presenta una diferencia fundamental con GOWEX ya que, en ningún caso, existieron dudas sobre la veracidad de la información que presentaban, sino más bien un fallo en la consecución del proyecto de empresa, pero que de alguna manera pone en evidencia nuevamente los controles de entrada y permanencia de las empresas en el MAB, y el papel de la CNMV como supervisor y garante de los intereses de los inversores.

El MAB se configuró como un mercado de valores dirigido a empresas de reducida capitalización que buscan financiación para poder expandirse, con este objetivo, se diseñó una regulación específica para ellas mucho menos exigente que la existente en los mercados regulados, a los que estas empresas tienen muy difícil el acceso.

A la vista de los requisitos de admisión que se detallaron en el apartado 5.2, se puede observar que el procedimiento de incorporación al MAB es similar al que se sigue en los mercados regulados. En el MAB las empresas deben presentar un documento informativo, en este caso, menos extenso que el folleto informativo de colocación y negociación pública de acciones, y que evaluará el propio MAB, ya que al ser un mercado autorregulado el papel de la CNMV es secundario. Periódicamente la empresa debe facilitar al mercado información financiera y contable.

Revisando la trayectoria de las empresas que han pasado por el MAB, se puede concluir que quizá los requisitos de acceso que existen actualmente, no garantizan la entrada al MAB de empresas con proyectos de expansión sostenibles.

De las 28 empresas que se han incorporado al MAB de su creación, además de GOWEX, ZINKIA, NOSTRUM y BODACLICK, actualmente se encuentran suspendidas de cotización NPG TECHNOLOGY y LUMAR por no haber remitido la información financiera en tiempo y NEGOCIO&ESTILO por no tener asesor registrado. Además, el pasado año CARBURES fue también suspendida de cotización por haber encontrado errores en sus cuentas consolidadas, al ser revisadas con motivo de su solicitud de acceso a las Bolsas de Valores.

Las empresas en expansión necesitan de un mercado de acuerdo a sus características particulares, pero posiblemente no sean las que actualmente existen si se quiere consolidar el MAB como una fuente de financiación segura para emisores e inversores.

6.4. EL EFECTO SOBRE EL RESTO DE MERCADOS FINANCIEROS

El escándalo del caso GOWEX ha afectado a muchos agentes económicos. Solamente en el MAB la empresa tenía 7 millones de acciones en manos de inversores, acciones que en dos días se devaluaron 868 millones de euros, y que actualmente están

suspendidas de cotización a la espera de que se resuelva el concurso de acreedores en el que se encuentra la empresa.

GOWEX debe al Instituto de Crédito Oficial (ICO) 8,92 millones de euros, según consta en las cuentas del ejercicio de 2013, donde aparece también una partida denominada Préstamos TSI, por 4,8 millones de euros, correspondiente a los créditos blandos que concede el Ministerio de Industria a proyectos de tecnologías y sociedad de la información. También, un crédito de 420.942 euros del Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial (CDTI), dependiente del Ministerio de Economía (Figura 39).

b) La composición de las principales deudas por préstamos y créditos es:

	Saldo al 31/12/2013	Saldo al 31/12/2012
Pólizas de crédito	-	(202.679)
Prestamos ICO	8.918.421	4.578.927
Prestamos Plan Avanza	-	-
Préstamos FIT	84.085	61.335
Préstamos TSI	4.804.548	5.769.805
Préstamos CDTI	420.942	488.792
Préstamos IPT	1.428.808	197.227
Confirming	3.560.251	1.777.312
Préstamo Banco Europeo de Inversiones	3.018.147	76.927
Préstamo Fondo Europeo de Inversiones	3.000.000	-
Otros	2.189.261	-

Los préstamos suscritos devengan un tipo de interés referenciado al Euribor más un diferencial de mercado.

Figura 39. Extracto del informe de auditoría de Let's Gowex y sociedades dependientes 2013.

Además de deudores e inversores, también se han visto afectadas el resto de empresas que cotizan en el MAB. Según los datos del Observatorio MAB, en el periodo

comprendido entre el 30/06/2014 y el 14/11/2014 se produjo una caída promedio de los valores cotizados en el MAB del 48%, un 37% si se excluye GOWEX del cálculo.

Como puede verse en la siguiente figura, las caídas llegaron al 77,19% en el caso de EBIOSS, o al 65% de BIONATURIS, valores que están incluso por encima del 60,22% de GOWEX. Únicamente, no han sufrido pérdida en sus valores de cotización tres empresas LUMAR, SECUOYA y VOUSSE cuya característica común, es la de pertenecer a sectores muy alejados de las tecnológicas, como son la alimentación, la comunicación o las clínicas de medicina estética respectivamente.

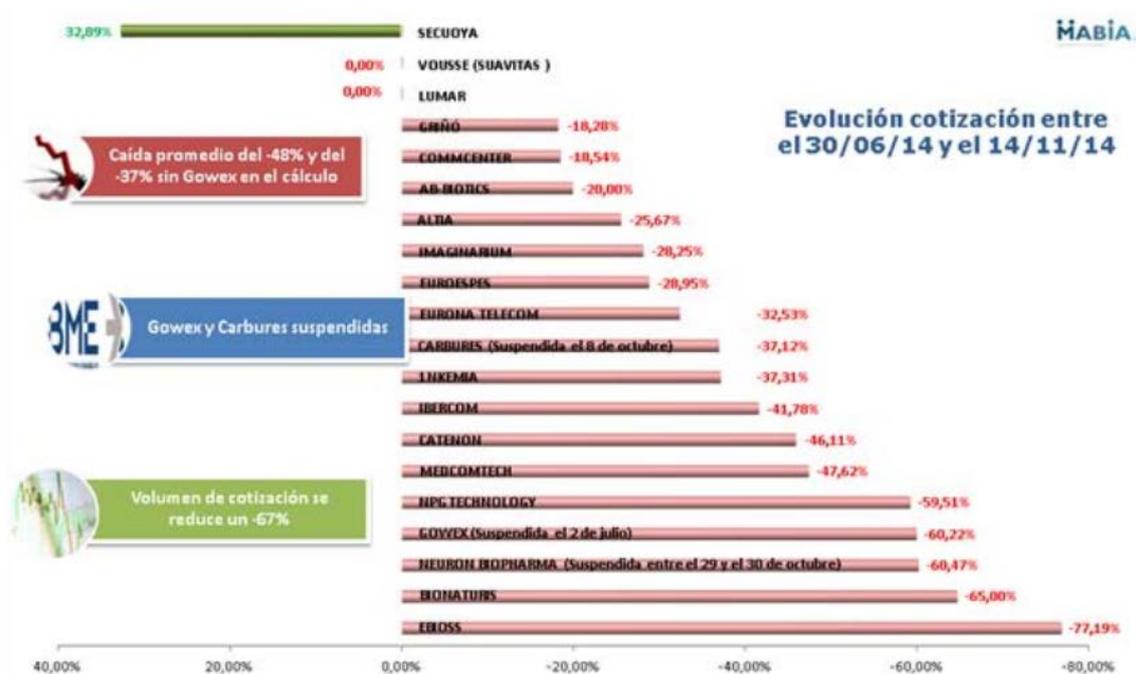


Figura 40. Evolución de cotización MAB entre 30/06/2014 y el 14/11/2014. Fuente: (Rovira y De la Cruz, 2014)

Revisando los datos relacionados con la cifra de negocio de estas empresas durante los últimos doce meses, a excepción de Facephi, presentan datos positivos que no se corresponden con las caídas en su cotización vistas anteriormente. Así por ejemplo, EBIOSS cuya cotización cayó un 77,19% presentó un importe neto de más de 2 millones

de euros, mientras que VOUSSE, que no sufrió ninguna caída del valor de sus acciones, ha acumulado unas pérdidas en su cuenta de resultados de 1,9 millones de euros.

En conjunto, en los últimos doce meses, las empresas acumulan un Importe Neto de la Cifra de Negocios de 338 millones de euros, EBITDA de 32 millones y un Resultado neto de 274.608€, lo cual no justifica la caída de promedio de un 48% en el valor de sus acciones, que solo se explica por el efecto que ha tenido GOWEX sobre el resto de empresas del MAB.

	IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS	EBITDA	RESULTADO NETO
	2S13+1S14	2S13+1S14	2S13+1S14
1NKEMIA	1.516.928 €	1.700.509 €	923.420 €
AB-BIOTICS	1.470.682 €	-1.227.860 €	n.a.
ALTIA	44.921.135 €	5.841.498 €	3.494.892 €
BIONATURIS	1.894.459 €	1.015.510 €	1.260.058 €
CATENON	6.843.471 €	781.193 €	-1.032.320 €
COMMCENTER	55.385.000 €	3.544.000 €	624.000 €
EBBIOS	3.294.000 €	2.341.000 €	2.222.000 €
EUROESPES	2.184.471 €	466.996 €	240.164 €
EURONA TEL.	11.950.466 €	1.012.815 €	-1.881.635 €
FACEPHI	0 €	-322.980 €	-432.470 €
GRIÑÓ	24.804.997 €	3.192.118 €	372.789 €
IMAGINARIUM	104.767.539 €	4.851.732 €	-5.074.404 €
LUMAR	1.543.890 €	385.390 €	-228.531 €
MASMOVIL IBERCOM	15.844.741 €	1.944.597 €	904.103 €
MEDCOMTECH	19.859.926 €	2.791.577 €	873.756 €
NEURON BIO	182.892 €	-438.846 €	-546.669 €
NPG	13.244.246 €	1.960.275 €	n.a.
ONLY APARTMENTS	3.879.830 €	-184.290 €	-260.290 €
SECUOYA	41.065.243 €	4.857.344 €	788.861 €
VOUSSE	2.101.261 €	-1.228.203 €	-1.973.116 €
	356.755.178 €	33.284.374 €	274.608 €

Figura 41. Evolución de los últimos 12 meses. Fuente: (Rovira y De la Cruz, 2014)

El caso GOWEX no solo ha afectado al MAB, sino que su efecto se ha extendido al resto de mercados españoles.

En relación a los mercados regulados, se analiza la evolución de los índices IBEX MEDIUM CAP e IBEX SMALL CAP¹² correspondientes los valores de mediana y pequeña capitalización bursátil cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro Bolsas Españolas.

En la figura 42 se muestra la variación de ambos índices respecto al mes anterior durante el año 2014.

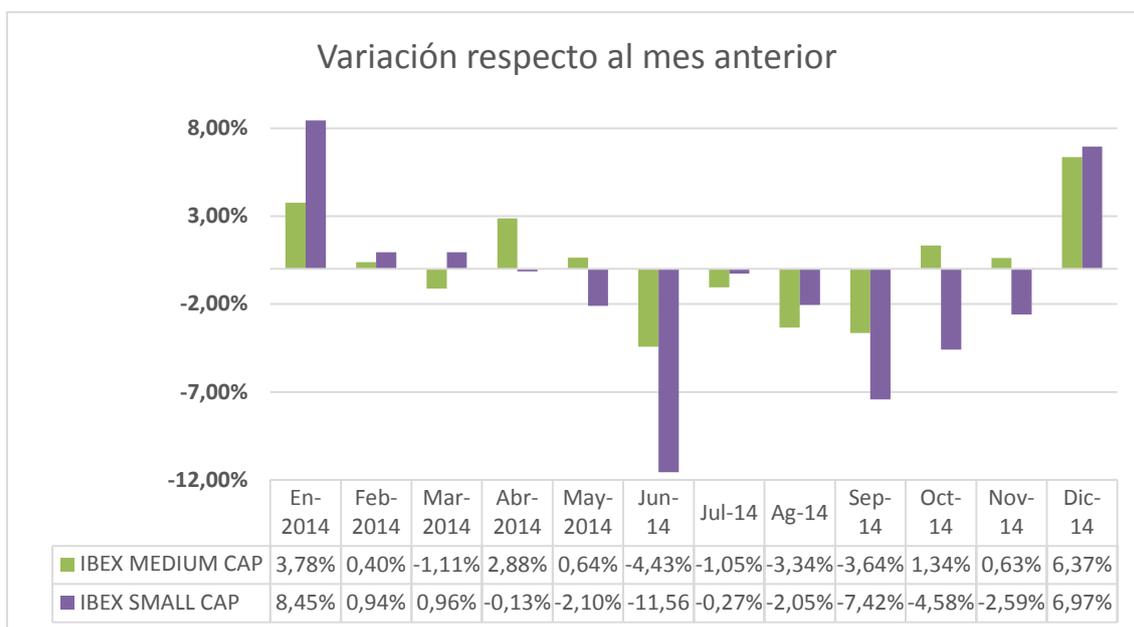


Figura 42. Variación de los índices IBEX Medium Cap e IBEX Small Cap en 2014. Elaboración propia. Fuente: (BME, 2015)

Estos índices, estuvieron influenciados por el entorno macroeconómico que dio lugar a un aumento generalizado de todos los índices del IBEX35 durante el primer semestre del año debido a la elevada liquidez en los mercados, la apetencia por el riesgo de los inversores y la mejora de las perspectivas sobre la economía nacional.

¹² Técnicamente son índices de precios, ponderados por capitalización y ajustados por el capital flotante de cada compañía integrante del índice.

Sin embargo, en el segundo semestre los mercados comenzaron a mostrar un comportamiento heterogéneo debido a acontecimientos contrapuestos: la debilidad de los datos macroeconómicos de la zona euro junto con la inestabilidad geopolítica dieron lugar a caídas en las cotizaciones, mientras que las nuevas medidas expansivas adoptadas por el Banco Central Europeo y la mejora de los indicadores económicos nacionales tiraban de la prima de riesgo española hacia abajo incentivando las cotizaciones al alza (Bolsas y Mercados Españoles, 2014).

En este punto, es quizá donde se encuentra el efecto del caso GOWEX en las empresas de mediana y pequeña capitalización que cotizan en los mercados regulados. Mientras que los principales índices del mercado, pudieron remontar las caídas de las cotizaciones producidas por el entorno macroeconómico comentado, y acabar el año con datos positivos, los índices IBEX MEDIUM CAP e IBEX SMALL CAP acabaron con caídas del 1,81% y del 11,56% respectivamente, que se podrían explicar por una penalización de los inversores a este tipo de empresas a raíz del caso GOWEX que estalló al inicio del segundo semestre del año.

Esta hipótesis podría verse confirmada si se acude al mercado europeo. Los índices correspondientes a las empresas de mediana y pequeña capitalización que cotizan en los mercados secundarios oficiales, los índices STOXX Europe TMI Mild (Medianas compañías) y STOXX Europe TMI Small (Pequeñas Compañías) acumularon durante el año un aumento del 6,28% y 3,98% respectivamente.

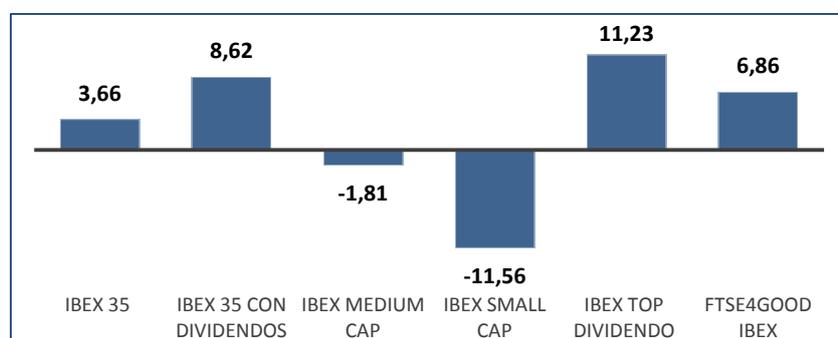


Figura 43. Variación de los principales índices del IBEX en 2014. Elaboración propia. Fuente: (BME, 2015)

7. PROPUESTAS DE MEJORA

La necesidad de financiación de las empresas es una cuestión primordial, a la vez que difícil, en especial en la fase de expansión y crecimiento. Además el entorno económico actual, ha dado lugar a una fuerte contracción del crédito que ha afectado especialmente a las pequeñas y medianas empresas, y es en este momento cuando el papel de las fuentes de financiación menos tradicionales (Capital Riesgo, Business Angels, o el propio MAB) cobran la importancia que hasta ahora no habían tenido.

Es por ello, que se considera que conceptualmente, el MAB es una fuente de financiación válida para las empresas españolas, pero que debería seguir adecuándose al entorno económico cambiante y a las peculiaridades de las empresas para las que se ha concebido.

Es necesario reactivar el MAB, y para ello habrá que atraer a empresas e inversores que le den amplitud y profundidad al mercado. Los organismos oficiales del mercado están trabajando en la difusión del MAB y en la eliminación de las barreras culturales existentes entre las pequeñas y medianas empresas, tan reticentes a la exposición de información de la empresa o a la dispersión del accionariado. Como medida de impulso al MAB, se considera positivo el incentivo fiscal en este tipo de mercados, tal y como existe ya en otros países, al menos mientras el mercado alcanza un mayor volumen que le permita alcanzar niveles adecuados de eficacia y liquidez.

Una de las figuras más importantes del MAB, es la del Asesor Registrado, ya que es quien debe asegurar la transparencia en el mercado y la confianza a los inversores. Es por ello que se considera necesario endurecer las condiciones que el mercado impone a las empresas que quieren obtener tal condición. En mercados europeos alternativos con mucho mayor recorrido, los asesores registrados deben ser sociedades financieras con experiencia contrastada y personal cualificado, y además están autorizados por el operador del mercado, y no el propio mercado alternativo. Por ello se considera interesante imponer estas medidas para los asesores registrados del MAB.

Otro de los puntos que se considera necesario mejorar, es el de los requisitos de acceso y permanencia de las empresas cotizadas en el MAB. Los organismos de supervisión

del MAB, deben asegurar la entrada al mercado de empresas con un proyecto de crecimiento realista y con verdadera vocación emprendedora, al igual que los Business Angels o las Empresas de Capital Riesgo estudian los proyectos antes de realizar la inversión, y con mayor detalle, ya que a diferencia de éstos, el inversor no va a participar en la gestión de la empresa, sino que va a aportar su capital en función de la información que se difunde a través del mercado.

Los organismos rectores del MAB deben asegurar que la información que en ellos publican las empresas es adecuada y veraz, sólo de esta manera el precio reflejará el valor fundamental del activo, y el mercado realizará una asignación eficiente de los recursos económicos. Serán necesarios por tanto, implantar las medidas y procedimientos necesarios, y es aquí donde el papel de la CNMV resulta fundamental, y no puede estar relegado en el MAB a un segundo plano tal y como ocurre actualmente.

No en vano según la legislación española, la CNMV es el organismo encargado de velar *por la transparencia de los mercados de valores, la correcta formación de los precios en los mismos y la protección de los inversores*, aspectos que han quedado fuertemente cuestionados en los últimos tiempos, en especial tras el caso GOWEX. La CNMV debe intensificar su labor de control y supervisión sobre el MAB, sin que ello suponga un coste inasumible por las empresas que opten por financiarse en este mercado.

8. CONCLUSIONES

Las empresas necesitan contar con recursos económicos para financiar las actividades que se llevan a cabo desde su creación, y que podrán proceder tanto de sus beneficios, como de fuentes externas.

Estas actividades de financiación se realizan en el marco de los sistemas financieros. Hasta hace pocos años esta financiación se restringía al ámbito nacional, pero cada vez resulta más evidente la globalización de los mercados financieros que permite que los ahorradores puedan adquirir activos financieros de cualquier mercado del mundo, y que los agentes económicos puedan financiarse en mercados distintos de los mercados de su país.

No se debe perder de vista que en una economía de mercado, los recursos económicos se mueven en función de muchas decisiones privadas, y los precios actúan como señales del mercado que indican cual es el mejor destino para dichos recursos. Es a través de los sistemas financieros, donde se canaliza el ahorro que se genera por parte de los agentes económicos con superávit hacia las unidades de gasto con déficit.

Las economías necesitan de sistemas financieros eficientes, capaces de canalizar los flujos de ahorro y de adaptarse a las preferencias individuales de los agentes económicos.

Tradicionalmente las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) se han financiado a través de préstamos bancarios y autofinanciación. En los últimos años y especialmente desde el 2007, destaca el peso de la financiación con recursos propios en detrimento de los créditos comerciales y los préstamos, debido a la contracción del crédito total y del destinado a la financiación de actividades productivas.

La disminución del crédito no ha sido el único factor que ha afectado a la financiación ajena de las PYMES, y en especial de los créditos de menor cuantía que son los requeridos por este tipo de empresas. En estos últimos años, se ha producido además, un aumento del coste de los préstamos en España muy por encima de la media del resto de la Zona Euro.

La financiación propia puede resultar insuficiente para atender a las necesidades de la empresa, y las ampliaciones de capital vía desembolso de los propios accionistas no puede hacerse de manera regular, ya que las necesidades de la empresa, generalmente son mayores que el patrimonio de los socios. Esta situación hace necesario que las PYMES busquen fuentes de financiación alternativas distintas a las tradicionales que se ajusten a sus necesidades de crecimiento e incluso de creación.

Los mercados de valores además de proporcionar liquidez a las empresas, permiten obtener una valoración objetiva y de mercado de las mismas, así como acometer operaciones corporativas y de internacionalización con más facilidad, ya que dispone de un medio de pago adicional, pudiendo intercambiar las acciones a un valor objetivo. Por otra parte, los mercados de acciones son una salida natural a la participación del capital-riesgo y de otros inversores profesionales en empresas ya maduras.

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) creado en 2008, debería ser una opción de financiación a considerar por las PYMES españolas, ya que teóricamente ofrece a este tipo de empresas todas las ventajas de los mercados de valores, pero con un nivel de exigencia y unos costes asociados adaptados a ellas.

A pesar de los estudios iniciales que preveían un universo potencial de 5.353 empresas, la experiencia en otros mercados alternativos europeos como el AIM y el Alternext, y las posibilidades de financiación que da este mercado, en estos años en los que el principal problema de las empresas ha sido la falta de crédito, a día de hoy, en el MAB únicamente cotizan 26 empresas.

Existen varias las razones que pueden explicar este hecho, tales como el desconocimiento del MAB por parte de las empresas, las barreras culturales, que hacen a las PYMES españolas más reticentes a buscar financiación en los mercados de valores a diferencia de lo que ocurre en otros países europeos y la falta de incentivos fiscales a la inversión en estas empresas, a diferencia de lo que ocurre en otros países europeos como Alemania, Bélgica, Francia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal y Reino Unido.

En relación con el resto de mercados alternativos que existen actualmente en Europa, el MAB se encuentra en los últimos puestos en cuanto a número de empresas cotizadas y capitalización del mercado.

Todo ello ha dado lugar a un mercado con poca liquidez, en el que los volúmenes de contratación son escasos, lo cual, a su vez, provoca que las empresas sean cada vez más reticentes a cotizar en este mercado por miedo a que la compañía pierda valor por causa del mercado, y por otra parte, los inversores tienen dudas a la hora de invertir en valores de baja liquidez.

Sin embargo, los factores que afectan a la liquidez de los activos de las empresas cotizadas en el mercado mejoran de manera natural a lo largo del tiempo, conforme se consolida las expectativas del negocio, pero en el caso del MAB, esta tendencia se rompió el pasado año, cuando empresas e inversores perdieron la confianza en el mercado y sus principales actores y promotores con motivo del caso GOWEX.

El hecho de que el CEO de la empresa más rentable y conocida del MAB admitiera que las cuentas que había presentado al mercado durante los últimos cuatro años estaban falsificadas, y que el precio que el mercado había dado a sus acciones era totalmente desproporcionado (de hecho su valor real es 0), ha puesto en entredicho la capacidad de este mercado de cumplir su función esencial como mecanismo o lugar en el que se intercambian activos financieros, y donde además, se determina el precio de estos activos por medio de la interacción de compradores y vendedores sobre dichos activos comerciados en ese mercado.

Este caso ha puesto de relieve no solo la falta de profesionalidad de su CEO, si no del auditor de las cuentas perteneciente al Instituto de Censores Jurados de Cuentas de España (ICJCE). Se ha puesto en duda el papel del Asesor Registrado como garante de la transparencia del mercado, que a diferencia de otros mercados con mayor recorrido reporta y es autorizado por el propio MAB, y no por el organismo rector. Por otra parte, tampoco se considera apropiado el tipo de entidades autorizadas a actuar como asesor registrado y los requisitos de experiencia que se les exige, ya que en el caso de AIM y ALTERNEXT los asesores solamente pueden ser sociedades financieras con, al menos 2 años de experiencia en Financiación de Empresas, experiencia demostrada y con personal cualificado.

Unos meses antes del caso GOWEX el Consejo de Administración de Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación, S.A., acordó la suspensión de la contratación de las acciones en el Mercado Alternativo Bursátil de ZINKIA y

BODACLICK, por encontrarse ambas en situación concursal, así como la exclusión de NOSTRUM cuyas acciones estaban suspendidas de contratación desde el año anterior. A día de hoy también las acciones de BODACLICK han sido excluidas, y ambas empresas se encuentran en procesos de liquidación.

La suspensión de la cotización de las acciones de estas empresas presenta una diferencia fundamental con GOWEX ya que, en ningún caso, existieron dudas sobre la veracidad de la información que presentaban, sino más bien un fallo en la consecución del proyecto de empresa, pero que de alguna manera pone en evidencia nuevamente los controles de entrada y permanencia de las empresas en el MAB, y el papel de la CNMV como supervisor y garante de los intereses de los inversores.

Muchos agentes económicos han sido afectados por el escándalo GOWEX: inversores que tenían acciones en su poder, acreedores de la empresa entre los que se encuentra el propio ICO, así como el resto de las empresas que cotizan en el MAB y que soportaron caídas en la cotización de sus propias acciones de hasta un 60%.

Ha afectado también a otros mercados distintos del MAB y ha dado lugar a caídas en el precio de los valores de PYMES que cotizan en el resto de mercados regulados. Mientras que los principales índices del mercado pudieron remontar las caídas de las cotizaciones producidas por el entorno macroeconómico y acabar el año con datos positivos, los índices IBEX MEDIUM CAP e IBEX SMALL CAP acabaron con caídas del 1,81% y del 11,56% respectivamente, que se podrían explicar por una penalización de los inversores a este tipo de empresas a raíz del caso GOWEX que estalló al inicio del segundo semestre del año.

Las empresas en expansión necesitan de un mercado de acuerdo a sus características particulares, pero posiblemente no sean las que actualmente existen si se quiere consolidar el MAB como una fuente de financiación segura para emisores e inversores. Es por ello necesario, realizar una revisión del MAB en su conjunto para potenciarlo como fuente de financiación de PYMES.

BIBLIOGRAFÍA

- ARRANZ PUMAR, G. (2008). "*Modelos de Regulación Financiera. Visión General y algunas conclusiones para España*". En R. Martínez-Pardo, *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2008)*. Editorial de la Fundación de Estudios Financieros.
- ASCRI. (2014). *Anuario ASCRI 2014*. Madrid: Editorial de ASCRI.
- BANCO DE ESPAÑA. (2011). *Nota metodológica de las cuentas financieras de la economía española*. Madrid: Editorial del Departamento de Estadística de BDE.
- BANCO DE ESPAÑA. (2015). "*Boletín Estadístico 1/2015*", [en línea] bde.es, Publicaciones Banco de España <http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/boletines/Boletin_Estadist/> [Consulta: 10 de abril de 2015]
- BANCO DE ESPAÑA. (2015). "*Instituciones financieras monetarias*", [en línea] bde.es, Estadísticas del BDE <<http://www.bde.es/webbde/es/estadis/ifm/listifm.html>> [Consulta: 10 de abril de 2015]
- BARTHEL, D.; MARTÍ PELLÓN, J.; ALFEREZ, A. (2011). *Informe 2012. Impacto económico y social del capital riesgo*. Madrid: Editorial de ASCRI.
- BME. (2006). "*Informe del Mercado 2006. Estructura y datos*", [en línea] bolsasymercados.es, Publicaciones BME Informes de Mercado <<https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2006/infmercado.html>> [Consulta: 9 de Diciembre de 2014]
- BME. (2008). Asesores registrados: Los pilotos del MAB. *Revista BOLSA*, nº 177 Julio pp. 32-43.
- BME. (2015). "*Factsheets Indices IBEX*", [en línea] bmeriv.es, BME Renta Variable <http://www.bmeriv.es/esp/Indices/lbex/Factsheet_lbex.aspx> [Consulta: 5 de mayo de 2015]
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES. (2007). Un mercado a la medida para las empresas en expansión. *Revista BOLSA*, nº 164 Mayo pp. 12-21.

- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES. (2013). *Estructura, organización y funcionamiento del Mercado de Valores Español*. Madrid: Editorial de Bolsas y Mercados Españoles.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES. (2014). *Informe de mercado 2014. Balance de actividades de los Mercados de Valores en España*. Madrid: Editorial de Bolsas y Mercados Españoles.
- BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES. (2015). "Organigrama", [en línea] bolsasymercados.es, Qué es BME <<https://www.bolsasymercados.es/asp/doc.asp?id=esp&doc=/esp/bme/organigrama.html>> [Consulta: 11 de Abril de 2015]
- CACCURI, D. (2014). El crowdfunding y sus múltiples formas. *Austral Comunicación*, vol.3 nº1 pp. 23-31.
- CALAFAT, C. (2014). *Introducción a los mercados en instituciones financieras*. Valencia: Editorial de la Universidad Politécnica de Valencia.
- CALVO, A.; PAREJO, J. A.; RODRIGUEZ, L.; CUERVO, A. (2010). *Manual del Sistema Financiero Español*. Editorial Ariel.
- CANO, D. (2008). El AIM británico y el Alternext francés como referencias para el MAB español. *Análisis financiero internacional*, nº132 pp. 21-29,.
- CASANOVAS, M. (2011). Alternativas de financiación no tradicionales para PYMES. *Revista de Contabilidad y Dirección*, vol.12 pp. 95-112.
- CASANOVAS, M.; BERTRAN JORDANA, J. (2013). *La financiación de la empresa: Como optimizar las decisiones de financiación para crear valor*. Profit Editorial.
- CEBALLOS, D. (2004). *Expectativas Financieras y la decisión de inversión*. Barcelona: Universidad de Barcelona.
- CESGAR. (2013). *Informe 2013. Sociedades de Garantía Recíproca*. Madrid: Editorial de CESGAR.
- CNMV. (2015). *Funciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*, [en línea] CNMV.es, Sobre la CNMV <<https://www.cnmv.es/Portal/quees/Funciones/Funciones.aspx>> [Consulta: 10 de Abril de 2015]

- CRESPO, J. L.; GARCÍA, A. (2007). *Empresas españolas con potencial de cotización en los mercados*. Universidad de Alcalá.
- DIJK, B. V. (2014). *SABI [Recurso electrónico-En línea]*. (Bruselas: Bureau van Dijk), <<https://sabi.bvdinfo.com>> [Consulta: 20 de Diciembre de 2014]
- DIRECCIÓN GENERAL DE INDUSTRIA Y DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA. (2014). *Informe sobre la PYME 2013*. Madrid: Catálogo general de publicaciones oficiales.
- DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES. (2014). "Estructura y Funciones de la DGSFP", [en línea] dgsfp.mineco.es, Dirección General <<http://www.dgsfp.mineco.es/direcciongeneral/ladgsfp.asp>> [Consulta: 15 de Marzo de 2015]
- DORNBUSCH, R.; FISCHER, S.; STARTZ, R. (2009). *Macroeconomía*. México: McGraw-Hill/Interamericana de España, cop. 2009.
- EBAN. (2014). *Statics Compendium*. Bruxelles: Editorial de EBAN Secretariat.
- España. Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. *BOE*, 29 de julio de 1998, núm. 181, pp. 23405-23425
- EUROPEAN CENTRAL BANK. (2014). "Sistema Europeo de Bancos Centrales", [en línea] ecb.europa.eu, SEBC <http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/orga/html/or_001.en.html> [Consulta: 16 de Marzo de 2014]
- EY. (2009). "Global Code of Conduct", [en línea] ey.com, Etica EY <[http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Ernst-Young_Global_Code_of_Conduct/\\$FILE/EY_Code_of_Conduct.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Ernst-Young_Global_Code_of_Conduct/$FILE/EY_Code_of_Conduct.pdf)> [Consulta: 30 de abril de 2015]
- FABOZZI, F. J.; MODIGLIANI, F.; FERRI, M. G. (1996). *Mercados e instituciones financieras*. Pearson.
- FEDERATION OF EUROPEAN SECURITIES EXCHANGES. (2013). "Factsheet December 2013", [en línea] fese.eu, FESE Historical Data: <<http://www.fese.eu/statistics-market-research/historical-data>> [Consulta: 30 de noviembre de 2014]

- GARCÍA, M. (2010). El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las PYMES. *Revista Española de Capital Riesgo*, nº1 pp. 81-86.
- GIRALT, A.; GONZALEZ, J. (2012). "Financiación de la PYME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB". En J. L. Crespo Espert; A. Garcia Tabuenca, *Pequeña y mediana empresa. Impacto y retos de la crisis en su financiación*. Fundación de Estudios Financieros.
- GOTHAM CITY RESEARCH LLC. (2014). "Let's Gowex: La Charada Pescanova (a Pescanovan Charade)", [en línea] gothamcityresearch.com, Reports <<http://gothamcityresearch.com/2014/07/01/lets-gowex-la-charada-pescanova-a-pescanovan-charade/>> [Consulta: 4 de Abril de 2015]
- GOWEX. (2014). "Cotización Alternext", [en línea] gowex.com, Accionistas e Inversores <<http://www.gowex.com/inversores/alternext/cotizacion-alternext/>> [Consulta: 30 de abril de 2015]
- GOWEX. (2014). "La alcaldesa de Madrid, Ana Botella, visita las oficinas centrales de GOWEX", [en línea] gowex.es, Últimas noticias <<http://www.gowex.com/la-alcaldesa-de-madrid-ana-botella-visita-las-oficinas-centrales-de-gowex/>> [Consulta: 30 de abril de 2015]
- GRANDIO, A. (1997). *Mercados Financieros*. McGraw-Hill Companies.
- GUADALAJARA, N. (2011). *El Sistema Financiero*. Valencia: Universidad Politécnica Valencia.
- GUADALAJARA, N. (2011). *Inversión y Financiación*. Valencia: Universidad Politécnica Valencia.
- HOYO, A. (2007). *Economía y mercado de valores en la España Contemporánea. La evolución de la Bolsa antes del big bang español 1831-1988*. Universidad de Cantabria.
- INFOCROWDSOURCING. (2014). "Mercado de Crowdfunding en España y Latinoamérica en 2013", [en línea] infocrowdsourcing.com, Crowdfunding en

España se duplica <<http://www.infocrowdsourcing.com/crowdfunding-espana-2013-19-millones/>> [Consulta: 15 de abril de 2015]

INSTITUTO DE CENSORES JURADOS DE CUENTAS DE ESPAÑA. (2008). "Código de Ética Profesional", [en línea] [icjce.es](http://www.icjce.es), ICJCE Publicaciones: <http://www.icjce.es/adjuntos/images/pdfs/GRAL/publicacion_codigo_etica.pdf> [Consulta: 20 de abril de 2015]

LONDON STOCK EXCHANGE. (2014). "AIM Advisers", [en línea] [londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com), London Stock Exchange For companies & advisers: <<http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/advisers.htm>> [Consulta: 20 de diciembre de 2014]

LONDON STOCK EXCHANGE GROUP. (2013). "AIM Factsheet December 2013", [en línea] [londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com), historical aim statistics <<http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/aim-statistics-archive-2013/dec-13.pdf>> [Consulta: 30 de Noviembre de 2014]

M&A AUDITORES S.L. (2012). *Informe de Auditoria de Let's Gowex y sddes.dependientes 2011*.

MAB. (2010). *Asesor registrado en el MAB. Circular 10/2010*. Madrid: Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación, S.A.

MAB. (2010). *Información a suministrar por empresas en expansión incorporadas a negociación en el MAB. Circular 9/10*. Madrid: Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación, S.A.

MAB. (2010). *Normas de contratación de acciones de empresas en expansión a través del mercado alternativo bursátil. Circular 7/2010*. Madrid: Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación, S.A.

MAB. (2013). *Mercado alternativo bursátil. Reglamento general*. Madrid: Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación, S.A.

MAB. (2014). *Texto refundido de los requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y exclusión en el MAB de acciones emitidas por empresas en*

- expansión. Circular 2/2014*. Madrid: Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación.
- MAB. (2015). "Gráficos de Empresas MaB", [en línea] bolsasymercados.es, Empresas Cotizadas: <<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Graficos.aspx>> [Consulta: 27 de abril de 2015]
- MAB. (2015). "Listado de Empresas MaB", [en línea] bolsasymercados.es, R MAB Empresas cotizadas: <<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/EE/Listado.aspx>> [Consulta: 17 de abril de 2015]
- MAUDOS, J.; FERNANDEZ DE GUEVARA, J. (2014). *Endeudamiento de las empresas españolas en el contexto europeo: el impacto de la crisis*. Fundación BBVA.
- PALACÍN, M.; JARA-CORRALES, E. (2012). El mercado alternativo bursátil en España: una valoración. *Cuadernos de economía*, nº35 pp. 77-88.
- ROJO, L. A. (1978). *Renta, precios y balanza de pagos*. Alianza.
- ROVIRA, J.; DE LA CRUZ, M. (2014). *Observatorio Mercado Alternativo Bursátil. Análisis del primer semestre 2014*. Integra IMB Iuris Consultor.
- SOTO-ARANETA, M.; TELLEZ-VALLE, C.; BERENGUER, E. (2013). El comportamiento de la liquidez de valores de Pymes en un mercado alternativo bursátil. *Atlantic Review of Economics*, vol.2.
- VILLABA, D. (2008). ¿Cómo invierten los inversores? *Revista BOLSA*, Mayo 2008, pp. 30-36.

ANEJOS

ANEJO 1. LISTADO DE ASESORES REGISTRADOS MAB (DICIEMBRE 2014)

Empresa	Contacto	Teléfono
ABANTE ASESORES DISTRIBUCIÓN A.V, S.A	Mª de las Viñas Herrera	91 781 57 50
	Marta Eizaquirre Cavestany	91 781 57 50
ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (AFI)	Pablo Guijarro	91 520 04 35
	Virginia González Pérez	91 520 01 00/02
ARCANO VALORES, A.V. S.A.	Alvaro de Remedios	91 353 21 40
	Constantino Gómez Lavin	91 353 21 40
ARMABEX ASESORES REGISTRADOS, S.L.	Antonio Fernández Hernando	91 662 25 91
	Javier Mateos	669 82 96 54
AURIGA GLOBAL INVESTORS SV SA	Javier Dominguez	911442809
	Joaquin Poblet	913244197
BANCO EUROPEO DE FINANZAS, S.A.	Itziar Gómez de la Vega Pedruelo	91 319 62 69
	Manuel Aquilera Montañez	952 367 958
BANCO SANTANDER, S.A.	Iñigo Bastarrica Escala	91 289 33 38
	José Villaverde González	91 289 45 78
BDO FINANZAS CORPORATIVAS,	Eduardo Pérez Ruiz	91 702 22 12
CONFIVENDIS, S.L.	Carlos López Casas	91 662 90 66
	Manuel Urribarri Zarranz	91 662 90 66
DCM ASESORES Dirección y Consultoría de Mercados, S.L.	Ana Rozas	881 89 60 49
	David Carro Meana	881 89 60 49
DELOITTE, S.L	Gloria Hernandez Aler	91.582.09.00
	Sara Gutiérrez Campiña	91.582.09.00

DIDENDUM ASESOR	María Victoria Vázquez Sacristán	652902314
ERNST & YOUNG SERVICIOS CORPORATIVOS, S.L.	Fernando Pérez Ruiz	91 572 78 11
	Francisco González Carrera	91 572 73 97
ESTRATELIS ADVISORS, S.L.	Carlos Pallejá Bustinza	932419748
	Enrique Marfá Pons	932419748
GRANT THORNTON, S.L.P.	Carlos Villabona de la Fuente	93 206 39 00
	David M.Radley -Searle	91 576 39 99
GVC GAESCO VALORES, S.V., S.A.	Carme Hortalà	93 366 27 27
	Jesús Muela	93 366 27 27
IMPULSA CAPITAL S.L.	Irene Hernández	91 359 91 94
	Xavier Tintoré	91 359 73 78
KPMG Asesores S.L.	Augusto Piñel	91 451 31 45
	Beltrán Romero	91456 38 43
MAZARS AUDITORES, S.L.P.	Alberto Martínez Salazar	93 405 08 55
	César García de Roda	93 405 08 55
NORGESTIÓN, S.A.	Luis Lizarraga	91 590 16 60
	Oscar Sánchez	94 435 23 11
PKF ATTEST SERVICIOS EMPRESARIALES, S.L.	Asier Barañano Revuelta	91 556 11 99
	Javier Carretero Rivas	91 556 11 99
PRICE WATERHOUSE COOPERS, ASESORES DE NEGOCIO, S.L.	Rocío Fernández Funcia	91 568 50 52
	Vicente García Rodríguez	91 568 41 16
RENTA 4 Corporate, S.A.	Elías Rodríguez-Viña Cancio	91 384 85 00
	Jesús Sánchez-Quñones	91 384 85 00
RIVA Y GARCIA -1877, S.V, S.A	Ignacio Garcia-Nieto	93 270 12 12
	Simó Rodríguez Brassó	93 270 12 12



SOLVENTIS, A.V., S.A.	Alberto Moro Suárez	93 200 95 78
	Guillermo Alfaro Bau	93 200 95 78
VGM Advisory Partners, S.L.	Gerardo Torres de las Heras	616 49 86 89
	María Elisa Núñez López	914904370



ANEJO 2. LISTADO INFORMATIVO NO EXHAUSTIVO Y PURAMENTE INDICATIVO DE INFORMACIONES RELEVANTES O DE INTERÉS A PUBLICAR, CON CARÁCTER INMEDIATO, POR LAS SOCIEDADES QUE SE NEGOCIEN EN EL MAB-EE

1. Operaciones relacionadas con el capital social o la emisión de obligaciones. Decisiones de aumento o disminución del capital.
2. Modificación de los Estatutos Sociales. Fusiones, desdoblamientos (splits) y escisiones (spin off).
3. Adquisición o transmisión de participaciones u otros activos o ramas de actividad.
4. Revocación o cancelación de líneas de crédito por uno o más bancos.
5. Fecha de pago de dividendos, su importe, cambios en la política de pago de dividendos.
6. Decisiones relativas a programas de recompra de acciones u operaciones en otros instrumentos financieros admitidos a negociación.
7. Cambios en el control y acuerdos de dominio.
8. Cambios en el Consejo de Administración.
9. Cambios en la regulación institucional del sector con incidencia significativa en la situación económica o financiera de la Sociedad o del Grupo.
10. Litigios significativos.
11. Insolvencia de los deudores relevantes.
12. Variación, respecto del último ejercicio, de los principios contables, criterios de valoración y métodos de cálculo de las correcciones de valor, con incidencia significativa en los estados financieros de la Sociedad o del Grupo. Adicionalmente, información y, en su caso, subsanación de posibles salvedades o limitaciones al alcance del informe de auditoría.
13. Reestructuración o reorganizaciones que tengan un efecto en el balance, la posición financiera, la cuenta de pérdidas y ganancias del emisor.



14. Cambio de auditores, asesor registrado y proveedor de liquidez o cualquiera otra información relacionada con la actividad de estos.
15. Disolución o verificación de una causa de disolución.
16. Convocatoria de la junta general de accionistas.
17. Cambios en la predicción de beneficios o pérdidas.
18. Nuevas licencias, patentes, marcas registradas.
19. Cambios relevantes en el valor de los activos.
20. Órdenes relevantes recibidas de clientes, su cancelación o cambios importantes.
21. Cambios relevantes en la política de inversión del emisor.
22. Acuerdo de solicitud de exclusión del mercado.
23. Retirada o entrada en nuevas áreas de negocio.
24. Actividad comercial de la sociedad.
25. Reorganización del negocio de la actividad sustancial.

ANEJO 3. PERFIL FINANCIERO LET'S GOWEX

Cuentas Consolidadas	31/12/2013 EUR	31/12/2012 EUR	31/12/2011 EUR	31/12/2010 EUR	31/12/2009 EUR
Ingresos de explotación	182.925.301	114.902.937	66.697.902	49.936.091	35.452.058
Result. ordinarios antes Impuestos	39.440.275	22.212.949	9.635.348	6.309.020	3.503.450
Resultado del Ejercicio	28.872.494	17.027.225	7.220.340	5.130.355	2.876.561
Total Activo	162.865.928	100.778.094	57.291.849	49.505.425	30.285.141
Fondos propios	95.177.298	69.549.116	35.141.059	22.918.033	12.517.946
Rentabilidad económica (%)	24,22	22,04	16,82	12,74	11,57
Rentabilidad financiera (%)	41,44	31,94	27,42%	27,53	27,99
Liquidez general	2,50	4,90	3,14	1,89	1,66
Endeudamiento (%)	41,56	30,99	38,66%	53,71	58,67
Número empleados	127	70	68	36	30

Cuentas Consolidadas	31/12/2007 EUR	31/12/2006 EUR	31/12/2005 EUR	31/12/2004 EUR	31/12/2003 EUR
Ingresos de explotación	16.284.720	9.762.510	5.743.128	3.353.016	2.699.585
Result. ordinarios antes Impuestos	338.869	775.020	550.362	245.535	174.239
Resultado del Ejercicio	83.898	453.565	448.912	245.535	174.239
Total Activo	20.470.134	12.680.747	4.882.053	1.961.258	1.433.397
Fondos propios	4.963.380	2.879.482	1.409.917	961.005	495.469
Rentabilidad económica (%)	1,66	6,11	11,27	12,52	12,16
Rentabilidad financiera (%)	6,83	26,92	39,04	25,55	35,17
Liquidez general	1,34	1,35	1,45	1,70	1,56
Endeudamiento (%)	75,75	77,29	71,12	51,00	65,43
Número empleados	6	5	5	5	12

