



## Clausura del Seminario sobre la financiación de las pymes, organizado por el Banco de España y la CNMV

JULIO SEGURA, PRESIDENTE DE LA CNMV

Madrid, 16 de febrero de 2012

Señoras y señores, es un placer estar hoy aquí con ustedes para clausurar este seminario conjunto del Banco de España y de la CNMV sobre la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes). Espero que hayan disfrutado de una jornada de discusiones y análisis productivos. Desde luego, no me cabe duda de que la calidad y la variedad de los perfiles de los ponentes han contribuido a la riqueza del debate. La cuestión lo merece. En la difícil coyuntura actual, los problemas de índole financiera a los que se enfrentan las compañías de menor tamaño suponen un reto de primer orden tanto para aquellos que tenemos una responsabilidad directa sobre el funcionamiento del sector financiero como, de manera más general, para muchas de las autoridades económicas y entidades públicas y privadas representadas hoy aquí, con competencia e intereses en esta materia.

El tema de la financiación de las pymes es un problema con diversas vertientes, como lo es la variedad de canales de financiación a los que estas empresas suelen recurrir. Lógicamente, como supervisor de los mercados de valores, mis palabras girarán en torno al papel que los mercados financieros pueden jugar para facilitar la financiación de este tipo de empresas. Pero antes permítanme reflexionar brevemente sobre las condiciones actuales desde las que las pymes españolas encaran el futuro a corto y medio plazo.

Al igual que en otros países de nuestro entorno, estas empresas dependen, comparativamente, en mayor medida del crédito bancario que las empresas de mayor tamaño. Las razones detrás de esta afirmación son bien conocidas y, de hecho, existe una abundante literatura académica que ha enfatizado la ventaja comparativa de los bancos frente a los mercados a la hora de gestionar los problemas de información asimétrica entre prestamistas y prestatarios en el caso de las empresas más pequeñas. En el caso español, además, el peso relativo de las pymes en el tejido productivo es significativamente superior al de otros países europeos.

Ambos factores –mayor dependencia de las pymes del crédito bancario y mayor peso relativo de éstas– conducen a que el grado de bancarización de la economía española sea relativamente elevado. A modo de ejemplo, la financiación obtenida en los mercados supone menos de la mitad del crédito bancario en el caso de las empresas no financieras españolas, mientras que ambos canales de financiación presentan un importancia similar en otras economías europeas continentales, como la alemana y la francesa, y su peso relativo se invierte en los países anglosajones, donde los mercados canalizan un volumen de financiación superior al doble del flujo de crédito bancario.

La compleja situación por la que actualmente atraviesa la industria bancaria europea, a la que no es ajena la banca española, y la fuerte contracción que se ha producido a lo

largo de la crisis en el crédito comercial interempresarial, que también es una fuente clave de financiación para las pymes, dan una idea de las especiales dificultades de financiación por las que están atravesando muchas de estas empresas en nuestro país. Sin entrar en detalles acerca de la incidencia de la actual contracción de estos canales – detalles que estoy seguro han sido analizados con minuciosidad por el magnífico elenco de investigadores académicos en la primera sesión de esta mañana- la evidencia existente al respecto es clara. Los indicadores disponibles muestran inequívocamente que las condiciones de financiación que aplican las entidades de crédito se han endurecido en mayor medida desde el comienzo de la crisis en el caso de los créditos dirigidos a pymes.

### **Fuentes alternativas de financiación.**

La conjunción de, por una parte, un cierto deterioro en el grado de fortaleza financiera de los prestatarios y, por otra parte, de los efectos contractivos sobre la oferta de crédito que pueda estar causando la escasa actividad en algunos mercados clave de financiación mayorista, incluyendo los de capital bancario, seguramente va a seguir condicionando el flujo de crédito accesible para las pymes durante algún tiempo.

Por ello, es fundamental contar con fuentes de financiación alternativas que complementen la capacidad de intermediación del sistema bancario, que actúen como mecanismos de amortiguación de la caída del crédito en futuros episodios recesivos y que apoyen la financiación de los proyectos que empresas y emprendedores pongan en marcha, sobre todo en las primeras etapas de la recuperación económica.

Y creo que precisamente en este último contexto, el de las empresas jóvenes y los proyectos de inversión novedosos y con capacidad de crecimiento, es donde el papel de la financiación no bancaria resulta más importante. La experiencia nos sugiere que este tipo de proyectos, si resultan exitosos, suelen generar efectos positivos para el conjunto de la economía. Expresado en otros términos, que sus beneficios sociales pueden ser superiores a los privados. Por otra parte, sin embargo, suelen ser proyectos que, por su naturaleza o por el momento en que se ponen en marcha, como puede ser en las fases más tempranas de la recuperación, conllevan un nivel de riesgo relativamente alto. La ausencia de un historial de gestión y de resultados, así como de activos que sirvan de garantía, suele ser un serio obstáculo para la financiación bancaria en estos casos.

Esto último me lleva a pensar que la financiación canalizada directamente a través de los mercados y del capital riesgo, u otras fórmulas análogas, debe asumir aquí un papel central. Permítanme ser muy claro en esto último: hay proyectos empresariales y de inversión que son deseables desde el punto de vista del bienestar económico agregado pero que, ex ante, pueden resultar demasiado arriesgados como para esperar que la banca los financie de forma prioritaria, sobre todo durante la crisis o en las primeras etapas de la recuperación.

La situación inicial desde la que partimos en nuestro país en relación a los canales no bancarios disponibles para las pymes con potencial de crecimiento, sin embargo, presenta ciertas debilidades no deseables. El sector del capital riesgo no termina de despuntar, mientras que las emisiones de renta fija y renta variable de empresas de reducido tamaño son escasas, aspecto que, por otra parte, no es exclusivo de las pymes españolas.

En el ámbito europeo, más allá de factores coyunturales, se advierte que el peso de los mercados de renta variable en la financiación de las empresas de menor tamaño es, en general, muy escaso, con la excepción del Reino Unido, donde las operaciones de salida

a bolsa y ampliación de capital de tamaño modesto sí alcanzan un volumen agregado significativo. Un factor importante que ha favorecido este tipo de financiación en ese país es la disponibilidad de un mercado especializado en pequeñas y medianas empresas, el Alternative Investment Market (AIM), -operativo desde mediados de la década iniciada en 1990- y sobre el que me consta que han tenido oportunidad de conocer algún detalle adicional de la mano de uno de los expertos que han participado en uno de los paneles de este seminario.

El dinamismo del mercado británico, que a finales de 2011 contaba con más de 1.100 empresas cotizadas, ha inspirado durante los últimos años la creación de mercados de características similares en las principales plazas europeas. En España, contamos desde 2008 con el segmento para empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), promovido por BME. Este mercado, que está abriéndose paso en un escenario de graves dificultades económicas y financieras para nuestra economía, ha permitido a 18 empresas relativamente pequeñas captar un total de más de 80 millones de euros desde mediados de 2009.

En comparación con los primeros mercados, los mercados alternativos ofrecen una regulación más flexible en algunos aspectos, especialmente en materia de información al mercado. Este grado adicional de flexibilidad parece razonable, a tenor, por una parte, de las características especiales de las pequeñas y medianas empresas y, por otra parte, de los inversores que suelen participar en estos mercados, que son principalmente inversores institucionales o profesionales.

### **Propuestas europeas.**

Pero es inevitable plantearse, y de hecho es un tema que se está debatiendo ahora a nivel europeo, si la forma óptima de conseguir una mayor participación de las pymes en los mercados de valores es a través de este tipo de mercados alternativos especializados o mediante una mayor presencia en los primeros mercados o mercados regulados tradicionales.

Una separación clara entre estos dos tipos de mercados de características distintas proporciona ventajas en materia de señalización, de modo que se minimiza la posibilidad de generar confusión entre los inversores acerca del rigor de los requisitos regulatorios aplicables en cada caso. En mi opinión, la diferente naturaleza de las pymes respecto de las empresas que habitualmente cotizan en los mercados regulados justifica el disponer de una plataforma específica que se pueda adaptar a sus necesidades

Sin embargo, debemos ser conscientes de que los mercados alternativos se enfrentan a determinadas dificultades específicas debidas a su menor capacidad de generar economías de escala que permitan, entre otras cosas, reducir en mayor medida los costes de participación y aumentar el interés de los analistas y la visibilidad de los valores cotizados en ellos; dificultades que, en definitiva, pueden redundar en un menor grado de liquidez de los valores negociados.

Estas dificultades, sin embargo, no parecen insalvables, tal y como demuestra el éxito del AIM inglés, donde se cuenta con una experiencia dilatada en mecanismos de naturaleza diversa que han mitigado en gran medida dichas dificultades. En el MAB español también se están dando pasos en la dirección correcta, valga como ejemplo la puesta en marcha hace pocos meses de un mecanismo para fomentar la oferta de análisis especializados de las empresas que cotizan en ese mercado.

Cuestión distinta, aunque complementaria a la de la separación entre mercados regulados y alternativos, es el hecho de que sea deseable que exista un flujo de empresas entre las plataformas alternativas y los mercados regulados, de forma que aquellas pymes que hayan tenido éxito y, gracias a ello, puedan crecer, dispongan de facilidades para dar el salto al mercado tradicional. Y viceversa, se puede dar el caso de que compañías que llevan tiempo cotizando en el mercado regulado tradicional estén en una situación que haga preferible su negociación en un mercado alternativo. Traspaso de un mercado a otro que también debería facilitarse, siempre manteniendo las garantías necesarias para los inversores.

Sin embargo, en Europa estamos ahora viviendo un intenso debate que parece apuntar hacia un camino que considero más arriesgado: el de fomentar que todas las empresas, con independencia de su tamaño o características diferenciales, negocien en mercados regulados y, para que las pymes puedan acceder sin excesivas dificultades, rebajar el nivel de exigencia en estos mercados.

En este sentido, creo que algunas de las medidas contempladas en las últimas propuestas de la Comisión Europea podrían reconsiderarse, al menos parcialmente. Me consta que hoy se han examinado aquí las más relevantes así que no me detendré en los detalles pero, concretamente, me estoy refiriendo a varias propuestas que pueden tener un impacto no deseable, reduciendo la transparencia e integridad de los mercados.

En este sentido, considero que sería conveniente analizar con cautela la propuesta contenida en la revisión de la Directiva de Transparencia de eliminar la obligación de publicar periódicamente información trimestral y a la posibilidad de que la Directiva de Abuso de Mercado contemple menores obligaciones para las pymes en esta materia.

La rebaja general de los niveles de exigencia en materias tan sensibles como estas, podría derivar en un menor nivel de protección al inversor que, en último término, podría mermar la confianza de los inversores y, por ende, reducir de forma global la capacidad de acceso de las empresas, grandes y pequeñas, a los mercados de capitales. Conviene no olvidar que una parte significativa de la actual crisis de confianza en el sector financiero encuentra su origen en su insuficiente transparencia.

Es indudable que las iniciativas de la Comisión dejan traslucir una razonable y oportuna preocupación por la situación de las pymes y, al igual que hay propuestas, como las que he mencionado, que me generan preocupación, hay otras muy interesantes. En concreto, creo que hay que valorar positivamente la nueva regulación en la MiFID de plataformas especiales para la admisión a negociación de pymes a través de una tipología especial de sistema multilateral de negociación, denominado "SME growth markets". Y también me parece muy oportuna la propuesta de Reglamento sobre fondos europeos de capital riesgo. Con esta propuesta, la Comisión Europea busca establecer normas uniformes para estos fondos e imponer las mismas obligaciones en todos los Estados miembros a los gestores que deseen captar capital en la Unión Europea utilizando la designación de 'fondo de capital riesgo europeo'. El objetivo último, que esperemos revierta positivamente en una mayor canalización de inversión hacia las pymes, es solucionar la fragmentación de la regulación que existe a nivel europeo y que dificulta a los inversores potenciales en capital riesgo encauzar una parte de sus inversiones hacia este tipo de productos.

En cualquier caso, como han podido comprobar hoy aquí, la tarea que nos queda por delante en este terreno es formidable y, dado que todos compartimos el mismo objetivo, espero que finalmente daremos con fórmulas satisfactorias para avanzar hacia el mismo.

Nada más. Ya solo me queda agradecerles, nuevamente, su participación en este seminario que tengo la esperanza les haya resultado de interés.

Muchas gracias por su atención.