

NI SEGUNDOS, NI NUEVOS MERCADOS DE VALORES PARA LAS PYMES

MARTA GARCÍA MANDALONIZ

RESUMEN

Europa creaba en los años ochenta los denominados “Segundos Mercados” de Valores con el propósito de destinarlos a compañías de tamaño inferior al de las entidades que cotizaban en el Primer Mercado o Mercado Bursátil principal. Pese a los esfuerzos, estos Segundos Mercados no han logrado atraer hacia sí los valores, de renta fija o variable, de las PYMES destinatarias. Las pequeñas empresas se han topado con el impedimento de la forma jurídico-societaria, amén de con los requisitos establecidos en la legislación bursátil, a la hora de poder acceder a los recursos de financiación que esta vía proporciona.

Para superar el fracaso de los Segundos Mercados, las autoridades configuraban una década después los “Nuevos Mercados” de Valores destinados a empresas tecnológicas y/o de alto crecimiento con vocación internacional. Las PYMES no realizan innovación tecnológica, si ésta se entiende restringida a las actividades de I+D, tampoco son empresas de elevado crecimiento. Con la excepción de aquellas

empresas medianas situadas en sectores económicos tecnológicamente avanzados, los Nuevos Mercados quedan fuera del alcance del grueso de nuestras PYMES. Ni Segundos, ni Nuevos Mercados resultan, pues, una alternativa financiera para las pequeñas empresas tradicionales.

I. SEGUNDOS MERCADOS DE VALORES PARA LAS PYMES

En la década de los años ochenta se constituyeron en varios países europeos los “Segundos Mercados” de Valores, como instrumento de financiación de las pequeñas y medianas empresas. El modelo a imitar era el NASDAQ neoyorquino, que se dirigía a empresas novedosas de menor envergadura que las que estaban cotizando en el NYSE. El mínimo común denominador de los distintos Segundos Mercados en Europa, esto es, del *Unlisted Securities Market* británico, del *Second Marché* francés o belga, del *Mercato Ristretto* italiano, del *Geregelter Markt* alemán o del Segundo Mercado español, fue la inferior exigencia de requisitos respecto a los Primeros Mercados bursátiles. Para que accedieran a estos Segundos Mercados las medianas – más que las pequeñas – empresas se rebajaron o suprimieron límites cuantitativos, costes de admisión y exigencias informativas. Los Segundos Mercados se pusieron al servicio de empresas que por su reducido tamaño no alcanzaban los niveles mínimos de capital, capitalización, recursos propios, difusión de acciones o historial que requerían los Mercados de Valores principales. El arquetipo de sociedad cotizada en los Segundos Mercados es una entidad de reducido tamaño que, con limitado capital social, precisa la transformación de sociedad cerrada en sociedad abierta, en orden a atraer recursos externos con que financiar su proyecto empresarial.

El Primer Mercado de Valores viene grande a las compañías de talla pequeña o mediana; de ahí, su financiación bursátil en el Segundo. Estos Segundos Mercados proporcionan a las PYMES una estructura financiera diversificada, con un mejor equilibrio en el ratio recursos ajenos/recursos propios. La mejora del ratio financiero ni es el único motivo por el que empezar a cotizar, ni es la única consecuencia

que se deriva de dicha cotización. La preeminencia en las empresas familiares, un nuevo espíritu de organización empresarial más dinámico y flexible, el aumento del crecimiento, la credibilidad ante inversores y consumidores, y la promoción son razones y, a la vez, efectos de esa cotización². La notoriedad y la confianza se muestran inherentes a la cotización bursátil. Esta confianza favorece la inyección de capitales tanto desde el interior como desde el exterior de las Bolsas. Se multiplican las fuentes financieras para unas empresas que antes de la cotización contaban con dificultades para atraer hacia sí capitales en condiciones razonables.

Las PYMES son el destino natural del Segundo Mercado. Para las grandes empresas, el Primer Mercado; para las medianas y pequeñas, el Segundo. El Segundo Mercado se erige en instrumento de financiación de las PYMES. La consulta que, tras esta afirmación, procede es si cualquier PYME está capacitada para demandar recursos, a cambio de la oferta de sus proyectos, a través de este medio financiero. La contestación que, tras esta consulta, procede es negativa.

I.1- LOS SEGUNDOS MERCADOS NO SON PARA TODAS LAS PYMES

La normativa bursátil especial del Segundo Mercado impone, de forma implícita, como forma jurídico-societaria la sociedad anónima o la comanditaria por acciones, ya que los valores de renta variable susceptibles de cotización son, en exclusiva, las acciones. Acciones para las que no deben existir restricciones a su transmisibilidad. Aparte de las acciones, son valores cotizables, bien que de renta fija, las obligaciones. En el Segundo Mercado Bursátil sólo quien tenga sus acciones admitidas a cotización se encuentra facultado para emitir obligaciones. Sociedades anónimas y sociedades comanditarias por acciones –básicamente aquéllas y no éstas– son las exclusivas emiso-

¹ Vid. SACRISTÁN NAVARRO, M., "Análisis de los factores determinantes de la salida a Bolsa de la empresa familiar: una aplicación a la PYME", *Pap. Econ. Esp.*, 2001, n° 89-90, pp. 217-220.

² Vid. BERGER, M.; GAUDRY, O., "Le Second Marché Boursier", *Bull. Crédit Nat.*, 4-1986/1-1987, n° 53, pp. 41, 50; EDMONDSON, G.; DAWLEY, H., "High-tech heaven?", *Business Week*, 12 mayo 1997, p. 20.

ras de acciones y obligaciones en el Segundo Mercado. La sociedad cotizada es —con la única y teórica excepción de la comanditaria por acciones— la sociedad anónima. La Bolsa y la sociedad anónima son hermanas gemelas: nacen al mismo tiempo y la una proporciona a la otra los recursos que precisa; diría —con el acierto y rigor que siempre le caracterizó— el maestro GARRIGUES.³ Trazan estas palabras una afirmación que, con el transcurso del tiempo, no ha perdido vigor. Debido a que el núcleo de las sociedades cotizadas son las anónimas y a que las anónimas aparecen, *ab initio*, en plena correspondencia societaria-empresarial con las grandes empresas, no parece que las PYMES puedan tener acogida en los Segundos Mercados, pese a ser sus iniciales destinatarias. Comencemos por ahondar en el grosor de esta proposición para, quizás, finalizar alisando sus aristas.

En la sociedad anónima, como sociedad capitalista por excelencia, no cuenta, de entrada, la persona del socio, sino las aportaciones económicas. Es indiferente quién sea el titular de los derechos que, por eso, se incorporan a acciones como valores mobiliarios de fácil circulación. La sociedad anónima, así configurada, parece estar pensando en la gran empresa⁴. A esta forma social también se recurre, sin embargo, para constituir sociedades cuyos rasgos capitalistas no son tan evidentes y en los que se aprecian otros claramente personalistas. En muchas sociedades anónimas no resulta indiferente la persona del socio y es frecuente que los estatutos introduzcan elementos personalistas, como, por ejemplo, las prestaciones accesorias. No existe una reserva legal de esta forma social en atención a la dimensión empresarial. Existe polivalencia funcional⁵. La tradicional conexión entre la anónima y la gran empresa ha sido superada. Sociedad anónima y PYME no son conceptos antagónicos. La aseveración de que los Segundos Mercados están pensados por y para las PYMES continúa en pie; si bien se intuyen, a lo lejos, los pri-

³ Vid. GARRIGUES DÍAZ-CAÑABETE, J., "La reforma de la sociedad anónima y el régimen de la Bolsa", en INSTITUTO DE ESTUDIOS BANCARIOS Y BURSÁTILES, *Coloquio de Derecho Bursátil*. Bilbao: Universidad de Bilbao. Facultad de Ciencias Políticas, Económicas y Comerciales, 1970, p. 364.

⁴ Vid., entre otros, BOLÁS ALFONSO, J.; ARMAS OMEDES, F.; CARRIÓN GARCÍA DE PARADA, P., *La sociedad de responsabilidad limitada. (Comentarios a la Ley, tras la reforma de 25-VII-89 y el Reglamento Mercantil de 29-XII-89)*. Madrid: Civitas, 1992, p. 39.

⁵ Vid. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., "La Ley de sociedades de responsabilidad limitada: acto final", *RDS*, 1995, n° 5, pp. 27-28.

meros síntomas de un balanceo.

Es la sociedad de responsabilidad limitada la que se ha convertido, merced a la flexibilidad de su régimen jurídico y a su ínfimo capital social mínimo, en la forma social preferida por las PYMES. Este tipo social traslada al campo societario las peculiaridades que en el campo empresarial poseen las PYMES. Sociedades de responsabilidad limitada que quedan extramuros, por su carácter cerrado, de los Segundos Mercados. En sintonía con este silogismo, el global de las PYMES, a salvo las que se arropan bajo el manto de la anónima o comanditaria por acciones, ve bloqueado el Segundo Mercado como canal de financiación de sus inversiones.

De lo anterior se deduce que dos condiciones de signo positivo y una de signo negativo se configuran en elemento indispensable del acceso al Segundo Mercado. La primera, de orden positivo y corte societario, es bien conocida: forma jurídica de anónima o comanditaria por acciones. La segunda, negativa y de origen societario, se desprende de la concepción de sociedad abierta: la no restricción a la libre transmisibilidad de las acciones. La última, positiva y de carácter jurídico-bursátil, es el cumplimiento de unos requisitos mínimos en materia de capital desembolsado y reservas efectivas; de puesta a disposición de una sociedad de contrapartida de un porcentaje de los títulos representativos del capital; y de auditoría del balance y de las cuentas de resultados por auditores de cuentas. ¡Qué pocas PYMES cumplen cumulativamente estas tres condiciones!, ¡qué pocas PYMES pueden financiarse por la vía del Segundo Mercado!

II. NUEVOS MERCADOS DE VALORES PARA LAS PYMES

Apartado de nuestro itinerario el Segundo Mercado, aparece en los años noventa la figura del Nuevo Mercado de Valores, como Mercado electrónico específico para las empresas de alto crecimiento y/o que llevan a cabo una actividad innovadora. El NASDAQ neoyorquino volvía a ser ejemplo a seguir, esta vez, por los Nuevos Mercados de Europa: el *Alternative Investment Market* británico, el *Nouveau Marché* francés, el *Euro-NM Belgium*, el *Nuovo Mercato* italiano, el *Novo Mercado* portugués o el Nuevo Mercado español. En la búsqueda

da de financiación a través de estos Nuevos Mercados, “tecnología” e “internacionalización” son vocablos inseparables. A buscar empresas con visión internacional y fuerte proceso de innovación se dedican, pues, los Nuevos Mercados Bursátiles. Empresas de alta tecnología, de un lado, y empresas con elevado potencial de crecimiento, de otro, son las empresas para las que se configuraron los Nuevos Mercados. Una concisa definición de ambos tipos de empresas va a ir aportando datos suficientes para ver su encaje entre las grandes, las medianas o las pequeñas. Antes, una apostilla: el que las pequeñas y medianas empresas se muestren, *a priori*, como las destinatarias de los Nuevos Mercados no es una consideración gratuita. Desde las instancias comunitarias y, muy en particular, desde la Comisión Europea se singularizó a estos Mercados como vía de financiación de aquéllas. La inmensa mayoría de estudiosos⁶ de la materia remarcaron, además, la interconexión entre PYMES y Nuevos Mercados. Esta consideración nos tememos, sin embargo, que va a entrar en contradicción con la praxis.

II.1- LOS NUEVOS MERCADOS SON PARA EMPRESAS CON GRAN POTENCIAL TECNOLÓGICO

Las empresas con intenso potencial tecnológico, en el producto o en el proceso productivo, componen uno de los dos grupos para los que se crea el Nuevo Mercado. El significado de ese “potencial tecnológico” queda estrechamente relacionado con la innovación tecnológica. Ésta es a la investigación científica (I+D o IDT) lo que el género es a la especie. La innovación no se limita en exclusiva a la pura investigación o desarrollo tecnológico⁷; lo que no obsta para que exista una intensa correlación entre ambos conceptos. De algún modo, la investigación subyace en la innovación. Preguntémonos si son las grandes, las medianas o las pequeñas empresas las responsables de la

⁶ Vid., ad ex., CASTILLA CUBILLAS, M., *Regulación y competencia en los Mercados de Valores*. Madrid: Civitas, 2001, pp. 190-192; 295; SOLER MOVILLA, M. A., “EASDAQ y EURO.NM: Mercados paneuropeos para PYMES”, *AF*, enero 1999, n° 1, año IV, pp. 41-42, 45, 51-54, 59; VAQUERO LAFUENTE, M. E., “El segundo mercado europeo: el EASDAQ”, *Técnica Económica*, septiembre 1998, n° 164, año LXIV, pp. 15-16, 18.

⁷ Vid. FUNDACIÓN COTEC PARA LA INNOVACIÓN TECNOLÓGICA, *El sistema español de innovación. Diagnósticos y recomendaciones. Libro Blanco*. Madrid: COTEC, diciembre 1998, p. 41.

innovación tecnológica. El economista SCHUMPETER⁸ fue quien primero aseveró que la innovación dependía en mayor grado de las grandes que de las pequeñas compañías. A mayor dimensión, mayor innovación por las economías de escala, y la diversificación o asunción de costes⁹. La flexibilidad en la organización y producción o la especialidad en los productos y servicios en las PYMES reblandecen, no obstante, la reserva *–prima facie, exclusiva y excluyente–* de la innovación en las grandes empresas¹⁰. Empresas de tamaño reducido, máxime si son de reciente constitución¹¹, pueden contribuir al proceso innovador. Aun no emprendiendo actividades propias de IDT, las PYMES pueden llegar a ser innovadoras en productos, sistemas de fabricación y aplicaciones¹². En general, la innovación que se restringe a la I+D la llevan a cabo las grandes empresas; mientras que la innovación que no pasa por el proceso de I+D también se desempeña por medianas y pequeñas. Las PYMES cada vez poseen más potencial innovador¹³. Pero *–como efecto de una paradoja–* también se encuentran con graves dificultades para su explotación. Ese potencial se ve aletargado bajo la sombra de las limitaciones de recursos, formación o información que trae consigo un reducido tamaño empresarial. Muchas empresas son, a menudo, demasiado pequeñas como para obtener el capital necesario en orden a desenvolver actividades de investigación y desarrollo tecnológico, para asumir el riesgo asociado a la innovación, para recuperar la inversión en un corto período de tiempo e, incluso, para acceder a la información externa en torno a la innovación tecnológica¹⁴.

⁸ Vid. SCHUMPETER, J. A., *Capitalism, socialism and democracy*. 6ª ed. Londres, 1987, pp. 131-142.

⁹ Vid. GUMBAU ALBERT, M., "Los determinantes de la innovación: el papel del tamaño de la empresa", *ICE*, febrero 1994, n° 726, p. 118.

¹⁰ Vid. Zoltan J. ACS; AUDRESTCH, D. B., *Innovation and small firms*. The Mit Press, 1990, pp. 3-4.

¹¹ Vid. ALÁEZ ALLER, R., "Las PYMES: Una opción insuficiente para el desarrollo regional en la era de la globalización económica", *EI*, marzo-abril 1992, n° 284, pp. 71-84.

¹² COM (95) 526 final, 8 noviembre 1995, p. 46.

¹³ Vid. DÍAZ MARTÍN, M. C., "Factores determinantes de la innovación tecnológica para las empresas pequeñas", *Cuadernos de Estudios Empresariales*, 1996, n° 6, p. 153.

¹⁴ Vid. EUROPEAN COMMISSION, *Enterprises in Europe. Fourth Report*. Bruselas, 1996, p. 67.

II.2- LOS NUEVOS MERCADOS SON PARA EMPRESAS DE ALTO CRECIMIENTO

Las empresas de alto crecimiento forman el segundo grupo de empresas a las que se dirige el Nuevo Mercado. “Empresas de alto crecimiento” y “empresas innovadoras o tecnológicas” no son sinónimos intercambiables; aun cuando, en ocasiones, sucede que un gran crecimiento empresarial viene precedido de un importante desarrollo innovador-tecnológico, o éste de aquél¹⁵. La tecnología incrementa la productividad de las empresas¹⁶ y, por ende, su crecimiento. El crecimiento, a su vez, induce a incorporar nuevas tecnologías. Cabría pensar que las empresas más pequeñas son las de mayor potencial de crecimiento porque cuanto menor es el tamaño, mayor es el recorrido para crecer. Esta precipitada correlación se ve desmentida. Las empresas de alto crecimiento tienden a concentrarse en el tramo de las grandes empresas porque la probabilidad de ser una empresa de crecimiento crece con la dimensión de la empresa¹⁷. Cuando el crecimiento y la innovación se vinculan con los diversos sectores económicos, en vez de con los distintos tamaños, se observa cómo el esfuerzo innovador y de crecimiento son superiores en sectores económicos de tecnología punta, como la biotecnología, la industria química, las telecomunicaciones, la microelectrónica o la informática. En estos sectores, grandes, medianas y pequeñas empresas innovan y crecen. Para todas ellas son los Nuevos Mercados. En este recorrido, no olvidemos a la ingente masa de empresas –pequeñas y medianas, principalmente– que se ubican en los sectores más tradicionales, donde la escasa tecnología incorporada a los procesos productivos y las dificultades de asimilación de la técnica disponible, perjudican su productividad y competitividad respecto al resto de jugadores del mercado. Para ellas no son los Nuevos Mercados.

¹⁵ COM (96) 98 final, 20 marzo 1996, p. 19.

¹⁶ Vid. PAMPILLÓN OLMEDO, R.; UXÓ GONZÁLEZ, J., “Tecnología y competitividad en España”, *Est. Econ.*, 1997, nº 1 y 2, p. 286.

¹⁷ Vid. CALVO, J. L., *Las empresas españolas de alto crecimiento y su relación con la actividad tecnológica*. 1999, pp. 4-5, s.e.

II.3- LOS NUEVOS MERCADOS NO SON PARA LAS PYMES

Las empresas que quieran beneficiarse de la financiación que lleva consigo la cotización en los Nuevos Mercados han de cumplir tres condiciones cumulativas. La primera es el gran potencial de crecimiento y/o la capacidad de innovación tecnológica. Las otras dos son idénticas a las de los Segundos Mercados: una, la constitución en forma de anónima o comanditaria por acciones; otra, el régimen de libre circulación de las acciones. Parvo es el número de PYMES que reúnen estas tres condiciones. Como sucediera con el Segundo Mercado, casi la totalidad de las PYMES queda fuera del ámbito subjetivo de aplicación del Nuevo Mercado. Son las empresas de gran magnitud quienes piensan en el Nuevo Mercado como instrumento con el que financiar sus actividades innovadoras. Las pequeñas no son las empresas beneficiarias del Nuevo Mercado, pese a configurarse como sus potenciales destinatarias. El Nuevo Mercado no es una opción viable de financiación dispuesta para el global de las empresas de nuestro tejido económico. El problema de financiación subsiste para las PYMES que se mantienen PYMES; quienes no acceden, por esta vía, a un Mercado de Capitales fluido.

Que sirvan como conclusión dos consideraciones finales. Primera, las reglas de Derecho societario coartan la financiación de las PYMES a través del Segundo Mercado. Segunda, las PYMES han de crecer y apostar por la innovación si desean financiar sus proyectos inversores con el Nuevo Mercado. El problema es que las PYMES puede que necesiten, precisamente, ese Nuevo Mercado para financiar su crecimiento e innovación.