

POLÍTICAS PÚBLICAS PARA INCENTIVAR EL ACCESO A LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES EN ESPAÑA: EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)

POR

Carmen CALDERÓN PATIER y

Álvaro GONZÁLEZ LORENTE¹

RESUMEN

La crisis económica actual ha afectado a las posibilidades de captación de financiación de las pequeñas y medianas empresas españolas. Al endurecimiento de las condiciones crediticias hay que sumarle también el aumento del riesgo debido, por un lado, al incremento de la morosidad y, por otro, a la caída del volumen de ventas provocado tanto por la notable pérdida de poder adquisitivo de los consumidores como por el aumento de su desconfianza.

En este contexto el Mercado Alternativo Bursátil –en adelante MAB–, surge como un mercado de valores creado y destinado a proveer de financiación a empresas de menor capitalización que, no obstante, desean expandirse y poder llegar a más mercados de lo que su propia estructura financiera podría permitir. El principal objetivo del MAB es dotar de recursos financieros, mediante la aportación de recursos propios, a empresas en fase de expansión, tanto nacional como internacional. En el presente trabajo se analizarán las principales características de este novedoso mercado, así como las ventajas fiscales que incorpora tanto para los inversores como para las empresas.

¹ Carmen Calderón Patier. Profesora Titular de Economía Aplicada. Universidad CEU San Pablo de Madrid. Dirección de correo electrónico: calder@ceu.es
Álvaro González Lorente. Profesor Contratado Doctor de Economía Aplicada. Universidad de La Laguna. Tenerife. Dirección de correo electrónico: allorete@ull.es

REVESCO N° 109 - MONOGRÁFICO: La financiación complementaria y la respuesta de la economía social: la situación del “des-crédito” bajo la crisis financiera –
ISSN: 1885-8031 - www.ucm.es/info/revesco

http://dx.doi.org/10.5209/rev_REVE.2012.v109.40652

Fecha de recepción: 18/06/2012

Fecha de aceptación: 21/07/2012

Palabras clave: Mercado Alternativo de Financiación, Pequeñas y Medianas empresas, Incentivos fiscales, Ayudas Económicas Públicas y Alternext.

Claves Econlit: G28, G32, G38, H12, H32, H81.

**PUBLIC POLICY TO PROMOTE ACCESS TO FINANCING OF SMES IN SPAIN:
The Alternative Investment Market (AIM).**

ABSTRACT

The current economic crisis has affected the chances of attracting financing of small and medium-sized Spanish companies. To the tightening of credit conditions we must add also the increased risk because, on the one hand, the increase in defaults and, secondly, the fall in sales volume caused both by the significant loss of purchasing power of consumers as by increasing distrust. In this context the Alternative Investment Market (AIM), emerges as an alternative stock exchange market to provide financing to smaller companies, that however, want to expand and reach more markets than its own financial structure could afford. The main objective of the AIM is to provide financial resources, by increasing equity to companies undergoing expansion, both nationally and internationally. In this paper we analyze the main characteristics of this new market and tax benefits for both investors and businesses.

Key words: Alternative Financing Market, Small and Medium-sized companies (SMES), tax benefits, Public Financial Support and Alternext.

1. INTRODUCCIÓN

En el momento actual parece que no cabe duda que estamos atravesando la primera gran crisis económica del siglo XXI y, además, que se trata de una crisis globalizada. La globalización económica, con indudables beneficios, limita sin embargo la autonomía y la capacidad de gestión de los países; dificulta la elaboración de estrategias y la adopción de medidas que permitan salir de una forma individual y rápida de la crisis.

Es a mediados del año 2007 cuando se manifiesta la crisis financiera internacional, mostrándose la fragilidad de importantes entidades financieras, cierres radicales de importantes mercados mayoristas de capitales, caída de los activos financieros, incremento de la morosidad y, consecuentemente, endurecimiento de las condiciones de financiación.

En este contexto, los Estados y los Bancos centrales acuden al rescate de su sistema financiero nacional tratando de estabilizarlo mediante inyecciones de liquidez al mercado interbancario que permitan el saneamiento de los balances de las entidades financieras y eviten la quiebra de éstas. La inestabilidad del sistema genera restricciones al crédito provocando que las condiciones y el acceso a la financiación de las empresas se haya endurecido de manera muy significativa.

España sufre la crisis financiera internacional agravada por las peculiares características de nuestra economía. En la época de gran crecimiento económico en nuestro país la inversión se situaba en torno al 30% del PIB, mientras que el ahorro crecía alrededor de un 20%. Esta disparidad se tradujo en un déficit de financiación con el exterior cifrado en torno a los 10.000 millones de euros anuales, déficit que se fue cubriendo con endeudamiento relativamente barato (deuda a 3-5 años de plazo por la que se pagaba diferenciales entre 5 y 25 puntos básicos), es decir, nos hemos financiado con el exceso de ahorro de otros países.

La fractura del sistema descrito se produce por un problema de tiempos. Existe un desajuste entre los vencimientos de financiación de las empresas (en general a largo plazo) y los vencimientos de financiación mayorista de las entidades financieras (a más corto plazo). Este desajuste genera importantes necesidades de liquidez de los bancos y les impide hacer frente a sus pagos, acusando el aumento de la morosidad debido a la falta de circulante de las empresas y al deterioro de la capacidad de pago de las economías domésticas.

Consecuencia; el crédito no llega a las empresas y a las familias. ¿Existe exceso de apalancamiento de los gobiernos y las empresas? ¿Se resolvería el problema facilitando el endeudamiento? Un dato; según el Banco de España el endeudamiento de las familias supera el 80% del PIB y el de las empresas el 90% (en la zona euro las cifras ascienden al 50% y al 65% respectivamente). Por tanto, para acercarnos a los niveles europeos deberíamos reducir el apalancamiento de familias y empresas en 30 puntos del PIB.

¿Cuál es la solución óptima?, ¿reducir el crédito, potenciar el ahorro y que las empresas acudan a fondos propios para financiar su crecimiento? Nos parece una solución drástica y probablemente poco efectiva, esta opción no provocará actividad y crecimiento económico y, consecuentemente, la situación podría incluso empeorar. Lo que es indiscutible es la necesidad de reducir el endeudamiento, no sólo de las empresas y familias, sino también de las Administraciones Públicas (en todos sus niveles). Ello exige la adopción de políticas de ajuste y de reequilibrio de las cuentas de todos los agentes económicos.

No es objeto del presente trabajo polemizar sobre la conveniencia o no del endeudamiento, ni sobre las posibles soluciones de la crisis económica actual, se trata más bien de mostrar el convencimiento de que ante la situación que atravesamos los gobiernos deben asumir la responsabilidad de garantizar que los recursos financieros que se aporten al sistema fluyan y se canalicen entre todos los agentes de la manera más eficientemente posible. En este sentido, el gobierno debe garantizar y velar por la mayor eficiencia posible en la intermediación de las líneas de crédito puestas a disposición de los agentes financieros; debe eliminar progresivamente la morosidad de las Administraciones Públicas con las empresas, así como reducir los plazos de sus pagos, y, simultáneamente, apoyar la I+D+i de las empresas (que es lo que verdaderamente garantizará el futuro crecimiento de nuestra economía).

Más del noventa por ciento (90%) de nuestro tejido empresarial son Pymes, generan aproximadamente el sesenta y cinco por ciento (65%) del producto interior bruto –en adelante PIB- español y emplean a más del ochenta por ciento (80%) de nuestro mercado de trabajo. Este tipo de empresas, en la situación descrita, se encuentra con mayores dificultades de financiación que las grandes empresas por varias razones: su reducida dimensión; lo ajustado del capital en su constitución; una prima de riesgo más elevada; exigencia de mayores garantías para la obtención de créditos y unas dificultades y demoras en los cobros a las administraciones públicas en muchos casos insostenibles.

Nuestras pymes necesitan financiación y, como acabamos de exponer, las fuentes tradicionales no están siendo efectivas, lo que obliga a buscar nuevas y eficientes vías alternativas al mercado del crédito para financiar su expansión y crecimiento. En este contexto el Mercado Alternativo Bursátil –en adelante MAB- es el mercado de valores creado

y destinado para las empresas de menor capitalización que precisan financiación para expandirse y poder llegar a más mercados de lo que su propia estructura de recursos propios les permitiría normalmente. El principal objetivo del MAB es dotar de recursos financieros a empresas en su fase de expansión, tanto nacional como internacional, mediante la aportación de recursos propios, no mediante financiación ajena. En el presente trabajo se analizarán las principales características de este novedoso mercado, así como las ventajas fiscales que incorpora para inversores y empresas.

2. EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

En un contexto de restricción de crédito, como el anteriormente descrito, surge en 2009 en España el MAB como una alternativa de financiación basada en el éxito del AIM inglés (Alternative Investments Market) o el Alternext francés, creados respectivamente² en 1995 y 2005. El MAB, diseñado y adaptado a empresas de reducida capitalización, es un sistema multilateral de negociación y no un mercado secundario oficial, y su regulación básica se encuentra en la Ley del Mercado de valores (Título XI, artículos 118 a 127, ambos inclusive).

Realmente el MAB, como mecanismo de financiación de Pymes, se encuentra en el desarrollo de modelos de negocio entre las alternativas que suponen el Capital Riesgo y la salida a Bolsa. Así, el principal objetivo del MAB es dotar de liquidez, mediante la aportación de recursos propios, a empresas en su fase de expansión tanto nacional como internacional. Por esta razón, se ha creado una regulación específica para tales empresas y los costes de procesos y mantenimiento están diseñados para ellas y, obviamente, son más reducidos y accesibles que los que presentan otras opciones. Se trata de eliminar los costes que la regulación impone a los emisores de valores negociados en mercados regulados³, lo que en absoluto resta seguridad y garantía a este instrumento pues, aunque la normativa se vehiculiza en forma de circulares emitidas por la entidad que lo desarrolla, Bolsas y Mercados

² Realmente el MAB fue creado en España en el año 2005. Originariamente operó como un sistema de financiación de las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAVS), para más adelante ampliar su ámbito también a las entidades de capital riesgo y a las Pymes. Se han creado mercados alternativos también en Japón, Italia y Johannesburgo con importante éxito.

³ En concreto, con una tarifa anual fija de mantenimiento de seis mil (6.000,00) euros, que coincide con la cuota de alta (además de un tarifa variable del 0,5 por mil sobre el importe nominal admitido). Se estima que el coste de operar en el MAB es un cincuenta por ciento (50%) menor al que implica el mercado oficial. Además no es necesario un folleto de admisión ni de oferta previa, sino un documento informativo de incorporación, lo que también supone un importante ahorro de costes.

Españoles, tanto la supervisión como la capacidad sancionadora reside en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Además se obliga a los participantes a la contratación del Asesor registrado⁴ y del Proveedor de liquidez⁵, imprescindibles para este tipo de mercados.

Es un mercado que presenta importantes ventajas y atractivos, tanto para los inversores como para las propias empresas participantes. Entre ellas cabe destacar:

Facilidad y acceso a financiación: Una vez dentro del mercado, o sea, una vez que la empresa ha abierto el capital al haber superado los requisitos de cotización, la línea de financiación se convierte en permanente. Se pueden realizar sucesivas ampliaciones de capital a conveniencia del desarrollo de los proyectos o necesidades intrínsecas de la expansión de la empresa. Una gestión eficaz debe perseguir no sólo la obtención de los recursos necesarios, sino también el mantenimiento del equilibrio entre recursos propios y ajenos.

La financiación a través de recursos propios es por tanto imprescindible para aportar a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción de riesgo financiero.

La vía más eficiente para conseguir este tipo de financiación es el mercado de valores. Las empresas que coticen en el MAB pueden obtener, en el momento más adecuado, esta financiación a través de ampliaciones de capital en condiciones muy favorables.

Las empresas cotizadas tienen la posibilidad de utilizar sus propias acciones como medio de pago en los procesos de fusión y absorción de otras empresas. Al gozar de liquidez en un mercado, los accionistas de la empresa absorbida pueden optar entre permanecer en la nueva compañía fusionada o vender sus acciones en el mercado en cualquier momento.

Notoriedad, prestigio e imagen de marca: Consecuencia de lo anteriormente referido, cotizar en un mercado, como el MAB, proporciona una publicidad que potencia el prestigio y la imagen de marca de la empresa. Este prestigio es reconocido no sólo por los inversores,

⁴ El Asesor registrado (AR) realiza una función reguladora y estudia la idoneidad de la empresa para cotizar en bolsa, revisando toda la información antes y después de cotizar, notificando al MAB de posibles incumplimientos.

⁵ El proveedor de liquidez se encarga de suministrar liquidez al valor mientras esté cotizando y de desarrollar una función de creador de mercado, garantizando las transacciones al mejor precio en todo momento y dotando de profundidad al volumen de transacciones en el libro de órdenes.

sino por clientes, proveedores o interlocutores financieros de la compañía. Las consecuencias son relevantes: refuerzo de la posición comercial, mejora de las relaciones con proveedores, clientes, bancos, etc. Ello permitirá aumentar el interés de los analistas profesionales e inversores en la información de las empresas cotizadas lo que lleva aparejada una presencia en los medios superior a la del resto de empresas, sobre todo en prensa financiera, lo que servirá de impulso natural a las relaciones externas de la empresa, marketing y publicidad convencionales.

Al mejorar la imagen de la empresa por la continua publicidad que el mercado proporciona, y que se refleja en los medios de comunicación, tendrá además un efecto directo en el incremento de las ventas y de los beneficios de las empresas.

Valoración objetiva de la empresa como garantía del inversor: Permite determinar el valor de la empresa, al fijar el mercado el precio de las acciones, incorporando en el precio las expectativas de negocio. Es decir, las acciones de las entidades cotizadas en un mercado regulado y garantizado como el MAB, cuentan con un valor objetivo que es el valor de mercado o de cotización de la empresa. Ello permite a los inversores/accionistas tener una referencia objetiva sobre el valor de sus activos, ya que el precio que alcanzan las acciones de una compañía cotizada no sólo es representativo del acuerdo entre oferta y demanda en el mercado, sino que se convierte también en referencia obligada para los restantes inversores, sean accionistas de la compañía o no.

Este marco objetivo de valoración de la empresa supone que sus acciones se convierten en un instrumento de pago de elevada liquidez susceptible de ser utilizado en una operación financiera, como hemos visto en el punto anterior. Adicionalmente esta valoración facilita otros tipos de transmisiones tales como sucesiones, salida de socios de referencia, etc.

Mejora en la gestión empresarial: La valoración asignada por el mercado supone una valiosa referencia para los gestores de la empresa en su toma de decisiones. Ello permitirá la posibilidad de desarrollar nuevos instrumentos de remuneración al equipo de trabajadores ligándolos a los propios títulos, cuya valoración está fuera de toda duda pues es el mercado quien la determina. Así pues, establecer bonus o complementos a ciertos valores de cotización pueden ser un instrumento muy interesante que hasta la fecha difícilmente podían ser desarrollados por la PYMES. En definitiva se facilita la profesionalización de la gestión de

estas empresas, lo que supone mejorar la eficiencia y eficacia de la misma que, previsiblemente, se traducirá a corto-medio plazo en crecimiento, expansión empresarial y mayores beneficios para los inversores.

Aumento de la liquidez para el inversor-accionista: El accionista tiene la posibilidad de convertir en dinero sus acciones, permitiendo que los diferentes horizontes temporales de inversión, de inversor-accionista y empresa –para la empresa son fondos de carácter permanente-, puedan conjugarse. Muchas de las PYMES son empresas familiares en las que la salida de algunos accionistas coincide con un cambio generacional. Dejar constancia que los conceptos empresa familiar y empresa cotizada no son excluyentes, ya que la posibilidad de vender parte de las acciones en el mercado no significa perder el control de la empresa. Al contrario, el mercado facilita la supervivencia de la misma.

Al mismo tiempo se facilita el acceso al capital de la empresa de un mayor y más heterogéneo número de inversores, nacionales y extranjeros, que confía en su proyecto y busca la maximización de los beneficios.

Beneficios fiscales para el inversor: Una de las grandes ventajas para atraer al inversor a este mercado y convertirlo en una alternativa seria de inversión (frente a Planes de Pensiones, Seguros de Vida, etc.) es la concesión de incentivos fiscales por parte de las Administraciones Públicas (estatal, autonómica y local).

En definitiva el MAB es una solución seria, fiable y viable, que aporta la liquidez necesaria para la parte interesada en colocar títulos a un precio de venta que es el valor objetivo que el mercado establece en función de la situación de la empresa y del entorno económico. A través del mercado se permite dar entrada a accionistas institucionales, tanto nacionales como extranjeros, o crear una base amplia de accionistas minoritarios. Cotizar en el MAB supone acceder a la importante masa de recursos aportada por estos inversores.

No obstante, a pesar de las excelencias relatadas para el MAB, es sorprendente que tan sólo sean veintiuna (21) las empresas que hasta el momento (mayo 2012) han materializado su salida al mercado. Ello se debe fundamentalmente a que existen algunos puntos débiles susceptibles de mejora, cuya inexistencia eliminaría las reticencias actuales de potenciales inversores. Además de los costes de acceso y mantenimiento en el mercado, existe la clara

necesidad de publicitar y dar a conocer, adecuada y masivamente, este mercado (su consolidación exigiría la creación de la marca MAB con el establecimiento de un índice general como existe en el IBEX 35). La coyuntura actual tan negativa no anima a los inversores, pues se pueden generar pérdidas significativas entre el valor de cotización inicial y posterior a la salida, a ello hay que añadir que al estar en el mercado existe la posibilidad de realizar una OPA para eliminar inversores no deseables en el accionariado que, a través de la compra reiterada de títulos, pueden hacer alguna oferta no deseada al equipo principal de la empresa. Y, por último, existen en la actualidad escasos incentivos fiscales que potencien esta vía de financiación alternativa, tanto para los inversores como para las empresas participantes.

3. POLITICAS PÚBLICAS DE INCENTIVOS PARA EL MAB

3.1. Incentivos fiscales

Una de las principales vías para estimular la inversión de las PYMES en los mercados alternativos, en el MAB, es a través de políticas públicas de incentivos fiscales destinados a fomentar la inversión en los mismos. La justificación económica del establecimiento de incentivos fiscales se basa en la existencia de importantes asimetrías de información entre la empresa y los inversores potenciales (que además de asumir el riesgo de la inversión asumen los costes *due diligence* y deben estar dispuestos a mantener una posición activa en la administración de la empresa para defender sus intereses), asimetrías que reducen el número de inversores dispuestos a participar en el capital.

Estas dificultades han llevado a que diversos países hayan establecido incentivos fiscales dirigidos a los inversores para facilitar el acceso de las empresas a la financiación externa, sobre todo en las primeras etapas de su desarrollo. Los mecanismos y fórmulas pueden ser muy diferentes, desde modalidades de inversión (bonificando la inversión directa de particulares en un determinado tipo de empresa, aunque en algunos países también se establecen incentivos a la inversión a través de instituciones de inversión colectiva y otros vehículos de inversión), tipos de empresas potenciales de aplicación de bonificaciones, hasta beneficios fiscales (normalmente deducciones de la cuota en el impuesto sobre la renta

vinculadas al importe invertido, pero también exenciones o deducciones en la tributación por ganancias de capital y dividendos)⁶.

Centrándonos en mercados alternativos, a continuación vamos a describir los principales incentivos fiscales existentes en Reino Unido, que se considera el mercado por excelencia, no sólo en cuanto a su funcionamiento sino también por ser modelo de referencia del resto de los existentes en Europa, así como los vigentes actualmente en España dirigidos a favorecer las pequeñas inversiones de terceros en empresas de reducido tamaño no cotizadas en mercados regulados.

Los mercados alternativos británico, el AIM (Alternative Investment Market) y francés, Alternext, aunque no los únicos, son los más desarrollados y pioneros en Europa en cuanto a la aplicación de incentivos dirigidos a la inversión a través de vehículos especializados. Estos incentivos se dirigen a la adquisición de participaciones o acciones emitidas por ciertas instituciones de inversión colectiva que están obligadas a tener invertida una elevada proporción de su cartera en pequeñas empresas en crecimiento no cotizadas en mercados regulados. Así las empresas pertenecientes al AIM o al Alternext pueden beneficiarse de inversiones bonificables en este tipo de esquemas, siempre y cuando cumplan con los requisitos exigidos en sus respectivas regulaciones.

Es sin embargo en el Reino Unido donde los incentivos fiscales a este tipo de mercados cuentan con una trayectoria (desde 1981) y experiencia suficiente como para ser objeto de análisis y evaluación.

Los beneficios fiscales británicos se estructuran en tres grandes programas, dos dirigidos a inversores particulares y uno a empresas, y son los siguientes:

a) *Enterprise Investment Schemes* (EIS): está dirigido a la inversión directa de los particulares en las empresas a través de los EIS. Las empresas acogidas a un EIS pueden captar desde abril de 2012 hasta un máximo de un millón (1.000.000,00) de libras esterlinas por inversor mediante la emisión de acciones ordinarias, con un límite anual máximo por empresa de dos millones (2.000.000,00) de libras. Se exigen una serie de requisitos como son

⁶ En Europa, Bélgica, Francia, Italia, Irlanda, Alemania, Luxemburgo, Portugal y el Reino Unido y 21 estados en EE.UU. mantienen en 2012 incentivos fiscales de diferentes tipos y modalidades destinados a inversores directos en fases tempranas de crecimiento de las pymes.

que estas empresas deben tener menos de doscientos cincuenta (250) empleados y sus activos no pueden ser superiores a quince millones (15.000.000,00) de libras. Además no debe existir vinculación previa de los inversores con las empresas en cuyo capital invierten y se tiene que mantener la inversión en los títulos durante un periodo mínimo de tres años.

Los beneficios fiscales que se contemplan son los siguientes: una deducción del treinta por ciento (30%) de la inversión anual en la cuota del Impuesto sobre la Renta; exención de las ganancias de capital obtenidas al transcurso de los tres años de tenencia mínima y posibilidad de compensar pérdidas, ya sea contra la deuda tributaria del Impuesto sobre la Renta (teniendo en cuenta que pueden aplicarse tanto a las obligaciones del año fiscal en curso, como a las del año anterior), ya sea contra el Impuesto sobre las Ganancias de Capital.

Además, se permite diferir la tributación en el Impuesto sobre las Ganancias de Capital de las plusvalías obtenidas por otros activos que se reinviertan en acciones emitidas bajo un esquema de este tipo, que se realicen en un periodo que comienza un año antes de la venta del activo y que termina tres años después de la misma. Este incentivo fiscal no tiene límite en lo que se refiere a la cuantía de la inversión.

b) Venture Capital Trust (VCT): son instituciones de inversión colectiva (IIC) cotizadas en el mercado principal de la Bolsa de Londres que distribuyen sus inversiones entre un cierto número de pequeñas empresas. Una vez transcurridos tres años desde su creación, estas VCT están obligadas a mantener un mínimo del setenta por ciento (70%) de su cartera en acciones de pequeñas empresas no cotizadas en mercados regulados, lo que incluye a los valores negociados en el AIM. Esta inversión en acciones, hasta un máximo anual de doscientas mil (200.000,00) libras, goza de una deducción del treinta por ciento (30%) de su importe en la cuota del Impuesto sobre la Renta en el ejercicio económico en curso, siempre y cuando las acciones se mantengan durante un mínimo de cinco años. Adicionalmente, los que inviertan en acciones emitidas por los VCT, ya sean nuevas o no, tendrán exención en la tributación sobre la renta por los dividendos y las ganancias de capital obtenidas de tales inversiones.

c) Corporate Venturing Scheme (CVS): está dirigido a fomentar la inversión en Pymes por parte de otras empresas que no tengan vinculación con estas y siempre que tales inversiones no persigan objetivos de control. Los requisitos exigidos, y los beneficios fiscales, son idénticos a los establecidos en los *Enterprise Investment Schemes* (EIS) pero adaptándolos al entorno corporativo.

El gobierno británico continúa en la actualidad realizando reformas para facilitar el acceso de la financiación para las pequeñas empresas sobre todo para sus fases iniciales de creación. En esta línea, el Tesoro británico sometió a consulta de los principales interlocutores económicos del país una propuesta recogida en los presupuestos para el presente ejercicio 2012⁷ y materializado en un nuevo programa denominado *Business Angel Seed Investment Scheme* (BASIS).

Este programa BASIS está dirigido principalmente al fomento de la financiación de las pequeñas empresas, denominadas *Seed Enterprise Investment Sheme* (SEIS), en las etapas iniciales de inversión (denominadas por los británicos *inversiones semilla*) y sus condiciones son similares, aunque más restrictivas, a las descritas anteriormente para las EIS. En concreto, la empresa no debe tener más de veinticinco (25) empleados a tiempo completo; sus activos brutos no pueden ser superiores a doscientas mil (200.000,00) libras; la empresa no puede haberse beneficiado previamente de fondos de EIS; la inversión total de la empresa no puede superar las ciento cincuenta mil (150.000,00) libras, computando incluso ayudas y subvenciones estatales (una vez alcanzado este límite la recaudación de fondos futura puede ser EIS si al menos el setenta y cinco por ciento (75%) de los fondos recaudados en virtud de SEIS se han gastado), y cada inversor individual puede poseer hasta un máximo del treinta por ciento (30%) del capital social. Cumpliendo las condiciones exigidas se podrá disfrutar de importantes beneficios fiscales; principalmente una desgravación fiscal en el Impuesto sobre la Renta del cincuenta por ciento (50%) de la inversión, con un límite máximo anual (año fiscal) de cien mil (100.000,00) libras esterlinas por inversor y la exención de las ganancias patrimoniales obtenidas por la venta de acciones⁸ (siempre y cuando se hayan mantenido durante el período mínimo de tres años). Con carácter excepcional se podrá gozar durante los ejercicios 2012 y 2013 de exención de las ganancias patrimoniales por la venta de activos de los inversionistas siempre y cuando el importe se reinvierta en la adquisición de acciones incluidas en este programa.

En España, la instrumentalización de incentivos fiscales para eliminar los obstáculos de acceso a la financiación de pequeñas empresas, así como los dirigidos a reducir la

⁷ Véase HM Treasury (2011)

⁸ Estará en vigor para las acciones emitidas a partir del 6 abril de 2012 y antes del 6 de abril de 2017. El esquema, por tanto, tiene una vida limitada de 5 años solamente, pero la legislación propuesta permite que para este período, que se extendió por orden del Tesoro, el Gobierno prevea una revisión del régimen en 2016.

obstaculización en su creación, capitalización y mantenimiento, se han concretado básicamente en dos grandes bloques de medidas: en primer lugar, eliminando la imposición indirecta que grava la constitución y ampliación de capital de empresas (RD-ley 13/2010, de 3 de diciembre)⁹ y, en segundo lugar, otorgando incentivos fiscales en la imposición directa del inversor que toma participaciones en empresas tanto en el momento de la inversión (legislación de las CCAA) como en el de la desinversión (RD-ley 8/2011, de 1 de julio)¹⁰.

A partir del 3 de diciembre de 2010, con la entrada en vigor del Real Decreto-ley 13/2010, de 3 de diciembre, de actuaciones en el ámbito fiscal, laboral y liberalizadoras para fomentar la inversión y la creación de empleo, se establecen incentivos en la legislación estatal en el Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados (ITP y AJD). En concreto se establece la exención en la modalidad de Operaciones Societarias en las siguientes operaciones:

- la constitución de sociedades,
- el aumento de capital,
- las aportaciones que efectúen los socios que no supongan aumento de capital y
- el traslado a España de la sede de dirección efectiva o del domicilio social de una sociedad cuando ni una ni otro estuviesen previamente situados en un Estado de la Unión Europea.

Se eliminan, por tanto, las barreras fiscales a la inyección de liquidez vía capital a todo tipo de sociedades, sin límite de aplicación temporal del beneficio fiscal.

Con independencia del tratamiento de las entidades de capital riesgo registradas en la CNMV, que tributan a tipo de gravamen del uno por ciento (1%) en el Impuesto sobre Sociedades, la existencia de incentivos fiscales de alcance nacional a la inversión directa de terceros en pequeñas empresas de nueva creación en España es relativamente reciente. Estos nuevos incentivos se concretan en un conjunto de medidas de fomento de la actividad

⁹ Real Decreto-ley 13/2010, de 3 de diciembre, de actuaciones en el ámbito fiscal, laboral y liberalizadoras para fomentar la inversión y la creación de empleo.

¹⁰ Real Decreto-ley 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa. No es objeto del presente trabajo su análisis, pero habría que añadir otras medidas como libertad de amortización, mejora en el régimen de Empresas de Reducida Dimensión en el Impuesto sobre Sociedades, reducción de los tipos de gravamen de las micropymes, incentivos fiscales a las inversiones en proyectos emprendedores, etc.

empresarial, y otras disposiciones, recogidas en el Real Decreto-ley 8/2011, de 1 de julio, de medidas de apoyo a los deudores hipotecarios, de control del gasto público y cancelación de deudas con empresas y autónomos contraídas por las entidades locales, de fomento de la actividad empresarial e impulso de la rehabilitación y de simplificación administrativa. Por tanto, no es hasta el 1 de julio de 2011 cuando en nuestro país se contemplan por primera vez incentivos directos a nivel estatal para estos inversores.

El incentivo fiscal consiste en dejar exentas en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas –en adelante IRPF- las ganancias patrimoniales derivadas de la transmisión de acciones o participaciones en empresas de nueva o reciente constitución que cumplan una serie de requisitos referidos a la entidad en la que se invierta y a la propia inversión. Los requisitos referidos a la entidad en la que se invierta son los siguientes y han de cumplirse durante todos los años de tenencia de la acción o participación por el inversor:

- Debe tratarse de una Sociedad Anónima, Sociedad Limitada, Sociedad Anónima Laboral o Sociedad Limitada Laboral.
- No debe cotizar en un mercado de valores regulado.
- Debe desarrollar una actividad económica y no dedicarse como actividad principal a la gestión de un patrimonio mobiliario o inmobiliario.
- Debe tener, al menos, una persona empleada con contrato laboral y a jornada completa.
- No ha de tener ninguna relación laboral ni mercantil, al margen de la condición de socio, con el inversor.
- El importe de la cifra de fondos propios de la entidad no puede ser superior a doscientos mil (200.000,00) euros. Cuando la entidad forme parte de un grupo en el sentido del artículo 42 del Código de Comercio este importe de fondos propios se referirá a la totalidad del grupo. Eso sí, este requisito únicamente habrá de cumplirse en el período o períodos impositivos de la sociedad (dentro de los tres años siguientes a la constitución, contados de fecha a fecha) en los que el contribuyente adquiera las

acciones o participaciones, sin que deba extenderse a la totalidad de los años de tenencia de acción o participación.

- La entidad deberá presentar una declaración informativa sobre el cumplimiento de los requisitos exigidos a la entidad, identificación de sus accionistas o partícipes, porcentaje y período de participación.

En cuanto a los requisitos referidos a la inversión son los siguientes:

- El valor total de adquisición anual de acciones o participaciones para el inversor, en el conjunto de entidades, no puede exceder de veinticinco mil (25.000,00) euros. Asimismo, la inversión por entidad en el período de los tres años siguientes a la constitución, contados de fecha a fecha, no puede exceder de setenta y cinco mil (75.000,00) euros.
- La adquisición de las acciones o participaciones ha de producirse en la constitución de la sociedad, a partir del 7 de julio de 2011, o en ampliaciones de capital efectuadas en los tres años siguientes, contados de fecha a fecha, a la constitución de la sociedad, aunque esta constitución haya tenido lugar antes del 7 de julio de 2011. Eso sí, las ampliaciones de capital se deberán haber efectuado también a partir del 7 de julio de 2011.
- La exención no será aplicable a las participaciones de una Sociedad Limitada Nueva Empresa (SLNE) que hayan sido adquiridas por el inversor con el saldo de la cuenta ahorro-empresa.
- La participación del inversor junto con su cónyuge, parientes en línea directa o colateral, por consanguinidad o afinidad, hasta el tercer grado inclusive no pueden ser, durante ningún día de los años naturales de tenencia de la participación, superior al cuarenta por ciento (40%) del capital social o de los derechos de voto de la entidad. En el caso de una SLNE, en este límite porcentual no se computarán las participaciones adquiridas por el inversor con el saldo de la cuenta ahorro-empresa.
- El tiempo de permanencia de la acción o participación en el patrimonio del inversor ha de ser superior a tres (3) años e inferior a diez (10), contados de fecha a fecha.

- La entidad no puede dedicarse a una actividad que ya se venía ejerciendo anteriormente por el inversor mediante otra titularidad.
- No procederá aplicar la exención sobre las ganancias patrimoniales de valores homogéneos que, por una adquisición realizada en el año anterior o posterior a la transmisión de las acciones o participaciones, permanezcan en el patrimonio del inversor.
- Finalmente, tampoco procederá la exención si la transmisión se realiza a una entidad vinculada con el inversor, su cónyuge o cualquier pariente en línea directa o colateral, por consanguinidad o afinidad, hasta el tercer grado inclusive, o a un residente en un país o territorio considerado como paraíso fiscal.

Por último, cuatro Comunidades Autónomas, Cataluña, Madrid, Galicia y Aragón, han aprobado y tienen operativos incentivos fiscales para inversiones en valores cotizados en el MAB. En concreto, éstas ofrecen una deducción en la cuota autonómica del IRPF del veinte por ciento (20%) de las cantidades invertidas durante el ejercicio en la adquisición de acciones como consecuencia de acuerdos de ampliación de capital o de oferta pública de valores, en ambos casos suscritos por medio del segmento de empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil, aprobado por acuerdo del Gobierno del Estado en el Consejo de Ministros de 30 de diciembre de 2005, con un importe máximo de diez mil (10.000,00) euros de deducción¹¹, lo que implica una inversión máxima bonificable de cincuenta mil (50.000,00) euros por contribuyente de IRPF.

Para poder aplicar la deducción deben cumplirse los siguientes requisitos:

- La participación en la sociedad objeto de la inversión no puede ser superior al diez por ciento (10%) de su capital social.
- Las acciones adquiridas deben mantenerse en el patrimonio un periodo mínimo de dos años.

¹¹ Para Cataluña, en el ejercicio 2012, la Ley 7/2011, de 27 de julio, de medidas fiscales y financieras (Diario Oficial de la Generalitat de Cataluña, 29 de julio de 2011) añade un inciso al final del apartado 1 del artículo 21 de la Ley 26/2009, estableciendo que en el caso de declaración conjunta, el importe máximo de la deducción es de diez mil (10.000,00) euros por cada contribuyente de la unidad familiar que ha efectuado la inversión.

- La sociedad objeto de la inversión debe tener el domicilio fiscal y social en la Comunidad Autónoma correspondiente y no puede tener como actividad principal la gestión de un patrimonio mobiliario o inmobiliario, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 4.8.dos.a) de la Ley 19/1991, de 6 de junio del Impuesto sobre Patrimonio.

El incumplimiento de los requisitos anteriores durante el plazo de dos años a contar desde la fecha de adquisición de la participación, comporta la pérdida del beneficio fiscal y el contribuyente deberá incluir en la declaración del impuesto correspondiente al ejercicio en el que se haya producido el incumplimiento, la parte del impuesto que dejó de pagar como consecuencia de la aplicación de la deducción, junto con los intereses de demora.

3.2. Ayudas económicas a empresas

Además de con los incentivos fiscales, el MAB cuenta en España con ayudas económicas a empresas, fundamentalmente mediante créditos blandos que se instrumentan a través de diferentes organismos públicos, ya sean estatales como la Empresa Nacional de Innovación, ya sean de carácter autonómico. A continuación se detallan las condiciones y características de los mismos.

3.2.1. Ministerio de Industria, Energía y Turismo

El Ministerio de Industria, Energía y Turismo, a través de la Empresa Nacional de Innovación, S.A. (ENISA), concederá préstamos para hacer frente a los gastos asociados a la preparación de las compañías de mediana capitalización en su salida al Mercado Alternativo Bursátil.

La actividad de ENISA, dentro de los objetivos fijados por la Dirección General de Política de la PYME, consiste en proporcionar a las pequeñas y medianas empresas instrumentos y fórmulas de financiación a largo plazo que les permitan reforzar sus estructuras financieras. ENISA se ha destacado en los últimos años por su decidida promoción del préstamo participativo como instrumento de financiación que aporta recursos a largo plazo a las empresas sin interferir en su gestión. Este tipo de préstamo devenga unos tipos de interés vinculados a la evolución de los resultados de la empresa financiada, sin exigir más garantías que las del propio proyecto empresarial y la solvencia profesional del equipo gestor.

En esta línea de préstamos puente, se encuentra la línea de apoyo financiero para la salida de PYMES al Mercado Alternativo Bursátil. Así los beneficiarios serán las empresas de mediana capitalización que precisan financiación para hacer frente a los gastos asociados a la preparación de su salida al MAB. Las condiciones para acceder a la financiación son las siguientes:

- Ser PYME con forma societaria, conforme a la definición establecida en la Recomendación de la Comisión de la Unión Europea de 6 de agosto de 2008¹².
- Estar enmarcada en cualquier sector de actividad, excepto el inmobiliario o el financiero.
- Calidad y viabilidad del proyecto empresarial.
- Profesionalidad de la gestión: experiencia empresarial en el sector, capacitación técnica y cobertura de todas las áreas gerenciales de la empresa.
- El proyecto ofrecerá una rentabilidad adecuada al riesgo.
- Contar con estados financieros auditados y/o cuentas depositadas en el registro, en el caso de no ser una empresa de nueva creación.
- La empresa deberá dirigirse hacia mercado con significativos crecimientos actuales y a largo plazo.

El instrumento financiero empleado es el préstamo con las siguientes características:

- Plazo de vencimiento: 2 años.
- Amortización del capital al final del préstamo.

¹² Se entenderá por PYME con arreglo a la definición establecida en el anexo I del Reglamento (CE) n.º 800/2008 de la Comisión, de 6 de agosto de 2008, por el que se declaran determinadas categorías de ayuda compatibles con el mercado común en aplicación de los artículos 87 y 88 del Tratado (Reglamento general de exención por categorías), publicado en el DOUE de 9 de agosto de 2008 (L 214/3 a L 214/47), toda entidad, independientemente de su forma jurídica, que ejerza una actividad económica: que emplee a menos de 250 personas y cuyo volumen de negocio anual no exceda de 50 millones de euros, o cuyo balance general anual no exceda de 43 millones de euros.

- Tipo de interés: 0%. El tipo de interés estará subvencionado por la Dirección General de Política de la PYME.
- Importe límite: Un millón y medio (1.500.000,00) de euros.
- Sin comisiones.

Se tramitará a través de la web (www.enisa.es) enviando el Formulario de Solicitud.

3.2.2. Andalucía

La Orden de 18 de enero de 2012 por la que se establecen las bases reguladoras de un Programa de incentivos para el Fomento de la Innovación y el Desarrollo Empresarial en Andalucía para los años 2012 y 2013, recoge las ayudas económicas a empresas andaluzas para facilitar su acceso al MAB.

La empresa solicitante deberá ser una PYME, con establecimiento operativo en la Comunidad Autónoma de Andalucía (con independencia de dónde se encuentre el domicilio social) con forma societaria, conforme a la definición establecida en la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión de 6 de mayo de 2003, sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas, es decir, que a la fecha de la presentación de la solicitud, tenga menos de doscientos cincuenta (250) asalariados, y presente bien un volumen de negocios anual no superior a cincuenta (50) millones de euros, o bien un balance anual no superior a cuarenta y tres (43) millones de euros¹³.

Será en la línea de creación y modernización de empresas, en concreto en Proyectos de servicios avanzados, donde se encuentren este tipo de incentivos. Se incluyen proyectos de contratación de servicios avanzados que tengan por finalidad las distintas fases de aproximación de las empresas al Mercado Alternativo Bursátil. En concreto, serán subvencionables el sondeo inicial donde se realizará una evaluación de la empresa para decidir si reúne o no las condiciones mínimas exigibles para abordar el inicio del proceso, el estudio en profundidad y preparación del acceso definitivo previo a la colocación de los títulos en el mercado y el proceso de colocación y presentación a inversionistas. En definitiva

¹³ Si la empresa está vinculada a otras, se tendrá que sumar los datos de éstas, y si la empresa está asociada a otras, se tendrá en cuenta los datos de las asociadas en función del porcentaje de participación.

formarán parte de la base incentivable del proyecto la contratación de servicios externos para la realización de estudios, asistencia técnica, consultoría u otros servicios relacionados con el proyecto de preparación para acceder al MAB.

El importe de la base incentivable no tiene un tope máximo preestablecido. Los incentivos a aplicar a este tipo de proyectos serán incentivos directos en forma de subvenciones y su intensidad de la ayuda será con carácter general del cuarenta por ciento (40%) de la base incentivable¹⁴. La intensidad máxima del incentivo en términos de Equivalente de Subvención Bruta será del cincuenta (50%), cuarenta (40%) o treinta por ciento (30%) para pequeñas, medianas y grandes empresas respectivamente.

Para poder acceder a estos incentivos se debe cumplimentar de forma telemática una solicitud a la Orden de Incentivos según el formulario al que se puede acceder por la dirección de correo electrónico de la Consejería de Economía, Innovación y Ciencia o de la Agencia IDEA. La solicitud debe ir por la línea de Modernización de empresas en la categoría de proyectos avanzados.

3.2.3. Cataluña

Recientemente, el pasado marzo de 2012, el Instituto Catalán de Finanzas (ICF)¹⁵ ha presentado un nuevo fondo de capital riesgo denominado Capital MAB FCR, destinado a dinamizar la presencia de las empresas catalanas en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

El capital comprometido inicialmente es de diez (10) millones de euros, que se destinarán a cofinanciar, junto con otros inversores, la salida a bolsa de las nuevas compañías que decidan cotizar en el MAB o las ampliaciones de capital de las que ya estén operando. Concretamente, el fondo cubrirá hasta el veinte por ciento (20%) de la captación de capital, con un máximo de un millón (1.000.000,00) de euros.

¹⁴ Si además el proyecto promueve la conciliación de la vida familiar y laboral, se podrá incrementar un veinte por ciento (20%) adicional sobre la base incentivable.

¹⁵ El ICF es la entidad financiera de la Generalitat de Cataluña. El Grupo está integrado por las sociedades ICF (Instituto Catalán de Finanzas), ICF Holding, IFEM (Instrumentos Financieros para Empresas Innovadoras, SLU) e ICF Capital. La actividad del grupo se centra en dos líneas básicas; la financiación empresarial, con la colaboración otras entidades financieras, y la inversión de capital para proyectos de crecimiento, con el objetivo de actuar como instrumento dinamizador de la economía catalana.

Con la constitución de este fondo el ICF y el MAB esperan generar confianza entre los operadores y facilitar así la captación de capital, para que las empresas con un elevado potencial de crecimiento puedan mejorar su posición competitiva en el mercado. Al margen de su apoyo como inversor institucional, el ICF también apoyará a la dirección de la empresa en los aspectos financieros y pondrá a disposición de la empresa su red de contactos nacionales e internacionales. La gestión de Capital MAB, FCR corresponderá a ICF Capital, la gestora de capital riesgo de ICF Holding.

Se han establecido asimismo requisitos sobre la inversión, tales como que la empresa debe ser catalana; que el plan de negocio sea sólido y realista y que el colocador debe cubrir un mínimo del 80% de la colocación para asegurar la viabilidad de los proyectos empresariales.

El fondo está abierto a todos los inversores institucionales y tendrá una duración de diez (10) años.

3.2.4. Galicia

El Instituto Gallego de Promoción Económica (IGAPE), adscrito a la Consellería de Economía e Industria, apoyó a las empresas regionales que querían incorporarse al MAB a través de una línea específica que asesora y orienta a todas las empresas interesadas. Estas ayudas se convocaron por primera vez en 2010, y de nuevo fueron convocadas para el 2011. En caso de ser aprobados, los proyectos presentados contaban con una subvención a fondo perdido del cincuenta por ciento (50%) de los gastos de consultoría o asistencia técnica aprobados por el IGAPE, dentro de los presupuestos presentados por el beneficiario en su solicitud.

La subvención a fondo perdido podía concederse para:

- Sondeo pre-valoración: evaluación de las condiciones de partida de la empresa que permita decidir si cumple las condiciones mínimas para estudiar el inicio del proceso. Con un límite máximo de diez mil (10.000,00) euros.
- Estudio en profundidad y preparación de acceso definitivo: ejercicio previo a la colocación de los títulos en el mercado, valoración y confección de la documentación

precisa para CNMV y MAB. Este documento debía estar realizado por un Asesor Registrado o por terceros independientes con la aceptación de un Asesor Registrado. Límite máximo de cincuenta mil (50.000,00) euros.

Podían ser beneficiarios de estas ayudas las sociedades mercantiles con personalidad jurídica propia, domiciliadas en la Comunidad Autónoma de Galicia o que acometieran un porcentaje importante de su negocio global en sus centros de trabajo establecidos en Galicia, y que cumplieran una serie de requisitos¹⁶.

No podían ser beneficiarias de las ayudas: las empresas del sector del carbón y del acero, según el Reglamento (CE) 1998/2006: CNAE 09: División 05 (todos los grupos y clases), ni las pymes que perteneciesen a los sectores de la industria siderúrgica, de fibras sintéticas y de la construcción naval.

Se subvencionaban los costes de consultoría externa o asistencia técnica. Si el importe del gasto subvencionable superaba los doce mil (12.000,00) euros el beneficiario debía solicitar, como mínimo, tres ofertas de diferentes proveedores con carácter previo a la contratación del compromiso para la prestación del servicio.

Quedaban expresamente excluidos del ámbito de aplicación de esas bases los impuestos. Los gastos subvencionables debían ser contratados y pagados directamente entre el beneficiario de la ayuda y el proveedor final. Los proveedores no podían estar vinculados con la entidad solicitante o con sus órganos directivos o gestores. En ningún caso podía concertarse por el beneficiario la ejecución total o parcial de las actividades.

En ningún caso el coste de adquisición de los gastos subvencionables podía ser superior al valor de mercado.

En caso de ser aprobados, los proyectos definidos contaban con una subvención a fondo perdido del cincuenta por ciento (50%) de los gastos de consultoría o asistencia técnica aprobados por el IGAPE, dentro de los presupuestos presentados por el beneficiario en su

¹⁶ En concreto: que las empresas no estuviesen participadas por otras que cotizasen en bolsa o bien que esa participación fuese inferior al cincuenta por ciento (50%); Fondos propios no inferiores a cuatro (4) millones de euros en el último depósito de cuentas en el Registro Mercantil anterior a la solicitud de ayuda; los dos requisitos anteriores, podían ser sustituidos por informe favorable de por lo menos un asesor registrado por MAB, siempre que el valor de los fondos propios fuese por lo menos superior a seiscientos mil (600.000,00) euros.

solicitud, con los siguientes límites de subvención:

- Sondeo prevaloración: hasta diez mil (10.000,00) euros.
- Preparación de acceso definitiva: hasta cincuenta mil (50.000,00) euros.

Estas ayudas económicas no han sido prorrogadas para el 2012, ni han sido aprobadas nuevas ayudas económicas de apoyo a los inversores para el acceso al MAB.

3.2.5. Murcia

En la Orden de 15 de marzo de 2011 del Boletín Oficial de la Región de Murcia, se aprobaron las Bases reguladoras y la Convocatoria para 2011 de las ayudas del Instituto de Fomento de la Región de Murcia dirigidas a empresas. Así, en concreto, se recogía en su Anexo 1, el Programa de Ayuda para el acceso al Mercado Alternativo Bursátil.

El objeto de estas ayudas era la realización de proyectos de análisis empresarial y tramitación, para apoyar y facilitar el acceso de las empresas al Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Dirigido a la preparación de la empresa para la incorporación al MAB e implicando, en mayor o menor medida, la contratación del Asesor Registrado para formalizar su incorporación¹⁷.

La ayuda y su graduación era la siguiente: subvención a fondo perdido del cuarenta y cinco por ciento (45%) en términos de subvención bruta de los gastos de asistencia técnica y consultoría aprobados dentro de los presupuestos presentados por el beneficiario en su solicitud de ayuda, con diferentes límites de subvención según la etapa en la que se encuentre el proyecto, y siendo éstas las siguientes:

- Sondeo inicial de las condiciones mínimas de partida: subvención máxima de siete mil (7.000,00) euros.
- Preparación para el acceso definitivo al MAB: subvención máxima de setenta mil (70.000,00) euros.

¹⁷ En este sentido se entiende por Asesor Registrado el experto independiente y especializado, que elabora los análisis estratégicos, preparando la información financiera de la empresa y valorar su idoneidad para la incorporación al MAB.

- Presentación a inversores y colocación en el MAB: subvención máxima de seis mil (6.000,00) euros.

A las empresas solicitantes que se encontraban ubicadas en alguno de los municipios incluidos en el Plan Integral de Desarrollo de la Comarca del Noroeste y Río Mula, o que realizaran la tramitación telemática de sus solicitudes y resto del procedimiento, incluyendo la adhesión y utilización de la notificación electrónica, se les aplicaba una bonificación adicional del cinco por ciento (5%) a la subvención anterior del cuarenta y cinco por ciento (45%).

Podían ser beneficiarios de las ayudas contempladas en el citado programa, las mercantiles, PYMEs o no, dedicadas a cualquier sector de actividad salvo la pesca, la acuicultura, el carbón y la producción primaria de los productos agrícolas del anexo I del Tratado, que se encontrasen comercializando productos o servicios, y empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación, costes y procesos a medida, diseñados específicamente para ellas, y precisen de los servicios de asesores especializados que valoren la idoneidad para incorporarse al MAB, así como de la asistencia para la elaboración de la información requerida en cada momento.

Se excluían las empresas participadas en al menos un cincuenta por ciento (50%) por otras que cotizasen en bolsa, así como aquellas otras que tuviesen unos fondos propios inferiores a cuatro (4) millones de euros según el último depósito de cuentas en el Registro Mercantil anterior a la solicitud de la ayuda. Como medida sustitutoria, estos requisitos podían ser reemplazados por informe favorable de al menos un asesor registrado por MAB¹⁸.

Estas ayudas económicas no han sido prorrogadas para el 2012, ni han sido aprobadas nuevas ayudas económicas de apoyo a los inversores para el acceso al MAB.

¹⁸ Los requisitos que debían cumplirse eran los siguientes: no haber iniciado el proyecto antes de la fecha de presentación de la solicitud; los servicios de consultoría no podían consistir, en ningún caso, en actividades permanentes o periódicas ni estarían relacionados con los gastos de explotación normales de la empresa; presentación de un proyecto de asistencia técnica o consultoría, que argumentara razonadamente la necesidad de la asistencia técnica a contratar y expusiera con claridad el ámbito y los contenidos del trabajo de consultoría a desarrollar; presentar una contribución financiera exenta de cualquier apoyo público de, al menos, un veinticinco por ciento (25%) de su importe; para el cálculo de la ayuda que podía percibir el solicitante, éste debía informar de otras ayudas que hubiera obtenido durante los dos ejercicios fiscales anteriores y el ejercicio fiscal de la solicitud; las subvenciones no podían acumularse con ninguna otra correspondiente a los mismos gastos subvencionables.

Tanto la Comunidad Autónoma de Galicia como la de Murcia, así como Madrid¹⁹ y Valencia, han anunciado la intención de mantener y/o establecer ayudas económicas a las empresas para acceder al MAB, pero de momento no están materializadas ni aprobadas en ninguna de ellas.

4. CONCLUSIONES

¿Son efectivas las políticas públicas de incentivos para impulsar la financiación externa a las Pymes a través del MAB en España? ¿Contribuyen a estimular proyectos empresariales, favoreciendo la creación de empresas y de empleo y permiten avanzar en el cambio del modelo productivo español en aras del crecimiento económico?.

Tal y como hemos comentado en las páginas anteriores, España, en comparación con los países de nuestro entorno, tiene una limitada y muy reciente experiencia en el establecimiento de incentivos, principalmente fiscales, orientados a facilitar e impulsar la financiación de inversores a las PYMEs. Es realmente a partir de julio de 2011 (con la aprobación del Real Decreto 8/2011) cuando se estructuran a nivel nacional este tipo de medidas.

Después de analizar detalladamente los requisitos exigidos para su aplicación y, en concreto, las limitaciones al coste de adquisición máximo de las participaciones o acciones que tendrán derecho a la exención en el IRPF y la imposibilidad de que el inversor forme parte del órgano de administración de la entidad, no parece que el diseño se ajuste demasiado a la realidad del inversor. Por una parte, los límites cuantitativos a la inversión son demasiado bajos y no se admite la exención parcial en caso de que tales límites se superen. Teniendo en cuenta que los límites se vinculan al coste de adquisición de las acciones o participaciones (y no al importe de la ganancia patrimonial que puede quedar exenta en el IRPF), no parece que

¹⁹ En Madrid y durante el año 2010, a través del Instituto Madrileño de Desarrollo (IMADE), se ayudaba a las pequeñas empresas madrileñas que quisieran financiar su expansión a través del MAB. Las ayudas se destinaban a subvencionar hasta el cincuenta por ciento (50%) de los gastos para que la empresa cotizara en bolsa hasta un máximo de ochenta mil (80.000,00) euros por empresa solicitante. Los gastos subvencionables eran los honorarios de abogados, auditores y asesores registrados, excluidos impuestos indirectos e impuesto sobre la renta de las personas físicas, y que estuvieran relacionados con las solicitudes de incorporación al MAB efectuadas por los beneficiarios en el año 2010. Las empresas debían estar constituidas como sociedades autónomas y no podían estar participadas por otras que cotizasen en Bolsa, salvo que dicha cotización fuese inferior al cincuenta por ciento (50%). Este incentivo sólo estuvo operativo en 2010.

tenga mucho sentido el establecimiento de un límite de capitalización de las entidades tan reducido²⁰.

Por otra parte, la limitación de que los fondos propios de la entidad no puedan exceder de doscientos mil (200.000,00) euros en los periodos impositivos en los que se adquirieran las acciones o participaciones, está penalizando la aplicación del incentivo fiscal a aquellos proyectos que exijan una mayor capitalización en los tres primeros años de inicio de actividad que, lógicamente, podrían ser los que necesitaran mayores volúmenes de inversión y creasen más empleo.

A lo anterior cabría añadir que la norma establece que ningún inversor puede superar el cuarenta por ciento (40%) de participación o de derechos de voto en la empresa, junto con el cónyuge y los parientes en línea directa o colateral hasta tercer grado incluido, durante ningún día de los años naturales de tenencia de la participación, así como la imposibilidad de que el inversor ocupe un puesto en el órgano de administración de la entidad. Parecen requisitos excesivamente estrictos para hacer atractivo al inversor este tipo de empresas.

Con todo, e independientemente de la idoneidad de los incentivos fiscales señalados, la fiscalidad española de las inversiones en valores emitidos por pequeñas y medianas empresas, en concreto las orientadas a valores cotizados en el MAB, admiten un cierto margen de mejora corrigiendo asimetrías que dejan en desventaja a estas inversiones respecto a las realizadas en valores cotizados en mercados secundarios oficiales, presentes principalmente en algunos artículos de la normativa del IRPF para residentes y para no residentes. En esta misma línea de homogeneización de la fiscalidad española sería adecuado articular medidas equivalentes para las entidades sujetas al Impuesto sobre Sociedades que sirvan de vía de inversión para los inversores privados.

No obstante, a pesar de las limitaciones apuntadas y de las posibles mejoras que podrían introducirse en el diseño del incentivo fiscal, hay que reconocer que su introducción en nuestra legislación es ya en sí mismo un importante punto de partida. Era absolutamente necesario establecer un marco general estatal más allá de las iniciativas concretas y aisladas que las comunidades autónomas adoptasen.

²⁰ Recordemos que el límite se establece en que el valor total de adquisición no debe exceder, para el conjunto de entidades, de veinticinco mil (25.000,00) euros anuales, ni de setenta y cinco mil (75.000,00) euros por entidad durante todo el periodo de tres años.

Por otro lado, las ayudas económicas públicas, instrumentadas principalmente a través de créditos y subvenciones, también dirigidas a favorecer la salida al mercado de las PYMEs, vienen a completar el conjunto de políticas públicas actualmente operativas en nuestro país como estímulo al MAB.

Sin embargo, se hace absolutamente necesario establecer un marco general que favorezca el desarrollo de redes de inversores, tanto profesionales (*business angels*) como no profesionales, a escala nacional e internacional que permita garantizar la visibilidad de estos mercados.

En esta línea, es de destacar la propuesta de Demaring (2010) de crear, dentro de las instituciones de inversión colectiva reguladas por la Directiva de UCITS (*Undertaking in Collective Investment Schemes*), una plataforma de negociación de ámbito europeo que esté especializada en la inversión de las pequeñas y medianas empresas, lo que sin duda mejoraría la inversión transfronteriza en esos valores de pequeña capitalización, tanto en los mercados regulados como en los mercados alternativos.

En septiembre de 2011, y en esta línea de pensamiento, Bolsas y Mercados españoles (BME) llegó a un acuerdo con la Asociación Española de Analistas Financieros (ASEFI) para la gestión de un servicio de análisis denominado Inresearch que puede ser contratado tanto por entidades que cotizan en Bolsa, como por entidades del MAB, lo que sin duda favorece la visibilidad de este mercado y ayudará a dotarlo de mayor confianza y solvencia frente al potencial inversor.

El MAB es una buena alternativa de financiación para las PYMEs. Resta mucho por hacer pero, al menos, hemos iniciado el camino.

BIBLIOGRAFÍA

ARCE, O.; LÓPEZ, E. y SANJUAN, L.: El acceso de las PYMES con potencial de crecimiento a los mercados de capitales. *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)*, Documento de Trabajo nº 52, 2011, p. 1- 49.

ARIS CODERCH, G; CLOS NOGUERAS, J. *et al*: *Análisis de tributación comparada de la*

REVESCO Nº 109 - MONOGRÁFICO: La financiación complementaria y la respuesta de la economía social: la situación del “des-crédito” bajo la crisis financiera -

ISSN: 1885-8031 - www.ucm.es/info/revesco

- figura de los Bussines Angels en Europa: Estudio para la propuesta de medidas fiscales de fomento*. Madrid: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio. Gobierno de España, 2009. 106 p.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE): Financing obstacles faced by euro area small and medium-sized enterprises during the financial crisis». *Financial Stability Review*, junio, 2011, p.134-140.
- CALDERÓN PATIER, C.: Fiscalidad para inversores y empresas: incentivos fiscales a inversores y ayudas a empresas. En MARIÑO GARRIDO, T. *Mercado Alternativo Bursatil*. Navarra: pp. 163-180. Editorial Thomson Reuters ARANZADI, 2012, p. 163-180. ISBN: 978-84-9903-117-0 CÁMARA DE COMERCIO DE MADRID: *El mercado Alternativo Bursatil: alternativa para empresas en crecimiento*. Madrid: AUREN, 2010. 96 p. Con la colaboración de la Conserjería de Economía y Hacienda de la Comunidad de Madrid.
- CANO AFI, D.: El AIM británico y el Alternext francés como referencias para el MAB EE español. *Revista de Análisis Financiero Internacional*, nº 132, 2008, p.21-29.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV): La financiación empresarial en España: tendencias y retos futuros. *Informe Anual sobre el Mercado de Valores y su actuación 2010*, 2011, p. 47-73.
- COMISIÓN EUROPEA. Are EU SMEs recovering from the crisis? *Annual Report on EU Small and Medium sized Enterprises 2010/2011*, 2011, p. 1-44.
- DEMARIGNY, F. An EU-Listing Small Business Act, EU MAZARS Group, marzo 2010, p. 1-42.
- EUROSTAT. *European Business. Facts and figures*. Luxemburgo: European Commission, 2009. 557 p. ISBN: 978-92-79-12407-5
- HM TREASURY. *Tax-advantaged venture capital schemes: a consultation*. UK: The Stationery Office Limited, 2011, 53 p. ISBN: 978-1-84532-885-6.
- MARICHAL, C. *Nueva historia de las grandes crisis financieras. Una perspectiva global, 1873-2008*. Madrid/México/Buenos Aires. Ed. Debate, 2010.424 p. ISBN: 84-83069-00-4.
- SÁNCHEZ DE LA PEÑA, R. Análisis del segmento de empresas en expansión creado en el entorno del mercado alternativo bursátil operado por el Grupo Bolsas y Mercados Españoles. *Boletín de la CNMV*, trimestre II 2008, p.51-69.
- VEGAS ARJONA, P.: El MAB: ¿bolsa o capital riesgo privado? *Revista Española de Capital*

Riesgo nº 1, 2011, p. 57-84.

Páginas web:

<http://www.igape.es> (Instituto Gallego de Promoción Económica, IGAPE).

<http://www.institutofomentomurcia.es> (Instituto de Fomento de la Región de Murcia).

<http://www.enisa.es> (Instituto Nacional de Innovación, SA ENISA).

<http://www.taxation.co.uk>

[http:// www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es) (Bolsas y Mercados Españoles, BME).

<http://www.londonstockexchange.com> London Stock Exchange (AIM).

<http://www.euronext.com> Euronext (Alternext).