



HACIA UN SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL MÁS EQUILIBRADO: EL PAPEL DE LOS MERCADOS DE VALORES

Víctor Rodríguez Quejido.
Director del Gabinete de Presidencia.
Comisión Nacional del Mercado de Valores

INTRODUCCIÓN

La estructura productiva española descansa básicamente sobre las pequeñas y medianas empresas (en adelante, pymes). Al respecto, es revelador observar que, a mediados de 2010, las pymes suponían el 99,9% del total del número de empresas no financieras, empleaban al 76% de los trabajadores ocupados y generaban el 68% del valor añadido correspondiente.

Estos porcentajes son aproximadamente diez puntos porcentuales superiores a los observados para el conjunto de la Unión Europea (en adelante, UE) lo que permite afirmar que las pymes son preponderantes en la economía española. A sensu contrario, cabe señalar que en España el peso de las grandes empresas en la economía nacional es muy inferior al del resto de grandes economías europeas, con la única posible excepción de Italia.

Adicionalmente, los datos disponibles muestran que las empresas españolas dependen más intensamente que sus comparables europeas de la financiación bancaria, así como que las pymes españolas dependen con mayor intensidad aún de este tipo de financiación si se las compara con las grandes empresas españolas.

Esta alta dependencia de las empresas españolas de la financiación bancaria está generando una razonable preocupación por mejorar su

estructura de financiación a través de su diversificación. Y la preponderancia de las pymes en España supone un incentivo para centrar la cuestión en este tipo de empresas. Si bien es muy relevante insistir en que el problema de la alta dependencia bancaria es un fenómeno generalizado en las sociedades no financieras españolas.

Obviamente, esta preocupación está siendo alimentada por las restricciones crediticias que la crisis financiera iniciada en 2007 ha traído consigo y que han supuesto la aparición de un proceso de despalancamiento en muchas ocasiones forzoso y que también ha afectado con mayor virulencia a las pymes.

En este contexto, la recomposición de las fuentes de financiación de las empresas españolas en general y, en particular, de las pymes, aparece como aún más deseable ya que las actuales restricciones crediticias no parecen susceptibles de remitir en un breve plazo si se observa que a la evolución del crédito típicamente asociada a una recesión se le unen otros factores como la reciente aprobación de una nueva normativa de solvencia bancaria que va a exigir a las entidades de crédito mayores niveles de capital que, previsiblemente, supondrán un freno al aumento de la capacidad de préstamo de las mismas.

A esto se une el hecho de que ciertos proyectos de inversión, como son aquellos relacionados con la actividad de emprendimiento y que suelen



suponer un alto riesgo, deberían, por su naturaleza específica, ser financiados mediante fuentes no bancarias de forma natural. Se trata de empresas con alto potencial de crecimiento y que, muy frecuentemente, revisten un carácter estratégico para la economía en su conjunto por su perfil innovador. Las fórmulas adecuadas para financiar estos proyectos, como son el capital riesgo y los mercados alternativos, aún tienen un desarrollo muy insuficiente tanto en España como en otros países de la Europa continental, especialmente si se compara con la situación del Reino Unido o de Estados Unidos.

En este sentido, en el actual debate sobre cómo contribuir a avanzar en este objetivo de diversificación de las fuentes de financiación de las pymes, y, en general, de aquellas empresas que actualmente no acceden al mercado, se pueden destacar básicamente cuatro elementos: cuál es la mejor forma de asegurar la existencia de una base inversora que sea lo suficientemente amplia, cómo se podrían rebajar las barreras que dificultan la salida al mercado de las empresas, cuál debería ser el diseño óptimo de los mercados de valores especializados en empresas de pequeña y mediana capitalización y si puede considerarse adecuado o no un marco exclusivamente nacional para garantizar el crecimiento de este tipo de mercados.

Por otra parte, un elemento adicional es el papel de la regulación que, a nivel europeo, está transformando la preocupación por el asunto en una serie de propuestas que tratan de adaptar la normativa a la problemática específica de las pymes y, a nivel español, está generando interesantes propuestas que, acertadamente, van más allá del caso de las pymes y procuran mejorar la financiación vía mercados de valores de todo tipo de empresas no financieras.

El presente artículo tiene la siguiente estructura. En el apartado 1 se realiza una breve revisión de la financiación de las empresas en España, del impacto de la crisis financiera en la misma y de la preponderancia de las pymes en la estructura productiva española y sus consecuencias. En el apartado 2 se ofrecen una serie de reflexiones acerca de la conveniencia de promo-

ver una recomposición en las fuentes de financiación de las empresas españolas con especial hincapié en el caso de las pymes. En el tercer apartado se exponen algunos de los aspectos principales que están alimentando el debate sobre el papel de los mercados de valores en la financiación de las pymes. En el cuarto apartado se realiza una síntesis de las iniciativas regulatorias más recientes a nivel europeo en el ámbito conjunto de los mercados de valores y las pymes, así como una referencia a las más novedosas iniciativas al respecto en España. Finalmente, el quinto apartado contiene unas conclusiones.

1. FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS, PYMES E IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA

Una primera cuestión a dilucidar es la relativa al peso de la financiación a través de los mercados de valores en la estructura de financiación de las empresas españolas.

En el gráfico 1 se puede observar que las empresas españolas apelan al mercado en mucha menor medida que sus comparables en otros países europeos o de Estados Unidos. En los últimos cinco años, además, se ha acentuado esta tendencia y los valores españoles rondan el 20% de la suma de financiación de mercado y bancaria, incluyendo el capital captado en mercado frente a registros cercanos al 50% en Alemania y Francia, que se acercan al 70% en el Reino Unido y Estados Unidos.

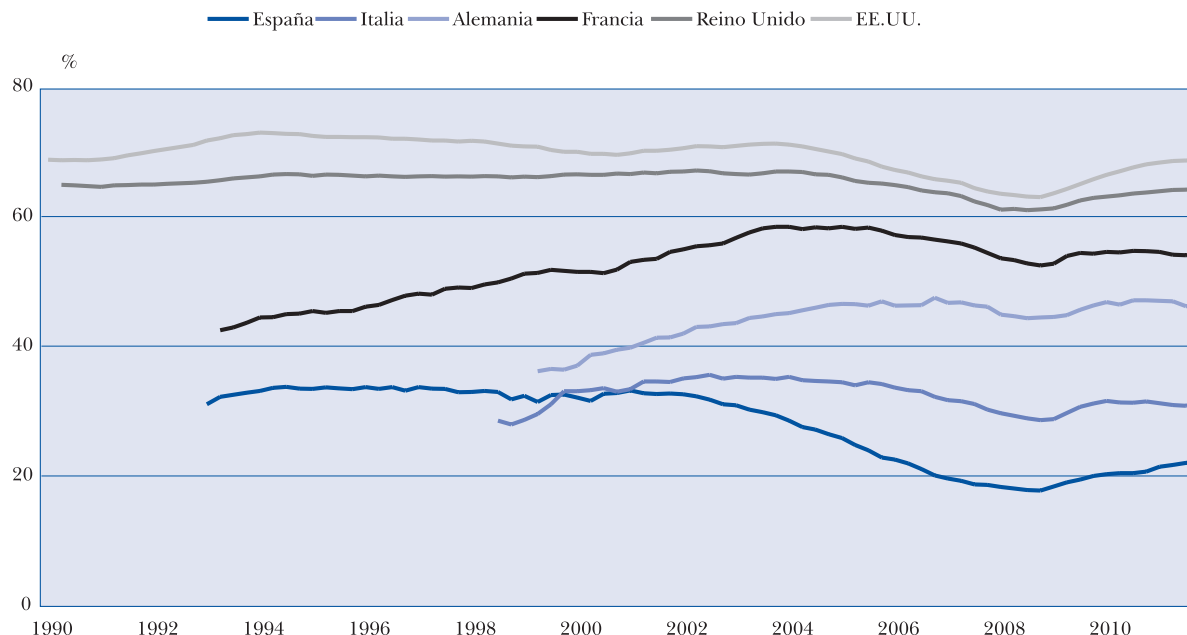
Uno de los factores que pueden contribuir a explicar esta situación es el de la preponderancia de las pymes en el tejido productivo español.

Se observa que la contribución de las pymes españolas al empleo y al PIB es aproximadamente diez puntos porcentuales superior que en la UE. Adicionalmente, el peso de la financiación bancaria en el pasivo total de las pymes españolas es 1,8 veces superior que el de las grandes empresas, dato este que está en línea con el correspondiente a otros países de la UE.

Llegados a este punto, cabe preguntarse las razones detrás de la mayor importancia de la financiación bancaria en el pasivo de las pymes.



GRÁFICO 1. FINANCIACIÓN DE MERCADO (M) VS BANCARIA (B) DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, M/(M+B) %



Fuente: Bancos Centrales Nacionales y Dealogic. Datos hasta el cuarto trimestre de 2011.

GRÁFICO 2. IMPORTANCIA DE LAS PYMES EN EL EMPLEO Y EL PIB

	Pymes	Grandes empresas
<i>% del total</i>		
Empleo		
España	76,3	23,7
UE	66,9	33,1
PIB		
España	67,9	32,1
UE	58,4	41,6

Fuente: Doidge et al. (2007).

Una de las teorías más aceptadas en el campo de las finanzas corporativas plantea la existencia de un sesgo hacia las fuentes de financiación empresariales de carácter interno en contraposición a las fuentes externas que sería debido al encarecimiento que provocan en las fuentes externas de financiación las desventajas informa-

tivas de los potenciales inversores ajenos a la empresa. Con carácter general se puede afirmar que las asimetrías informativas son mayores en las empresas de menor tamaño y en las de corta edad, por lo que cabría deducir que las dificultades de acceso a fuentes externas de financiación son mayores en las empresas más pequeñas. Los trabajos empíricos al respecto así parecen confirmarlo. Estas asimetrías informativas pueden, en ocasiones, ser más fácilmente sorteadas por las entidades de crédito y con un menor coste para las empresas que buscan financiación.

A todo esto se puede añadir la tendencia de este tipo de empresas a preferir endeudarse antes que financiarse mediante instrumentos de renta variable ya que los accionistas de control de estas empresas, frecuentemente sus fundadores, procuran evitar injerencias en su gestión.

Respecto a los efectos de la crisis financiera en las condiciones de financiación de las empresas españolas, se observa que, desde el inicio de la



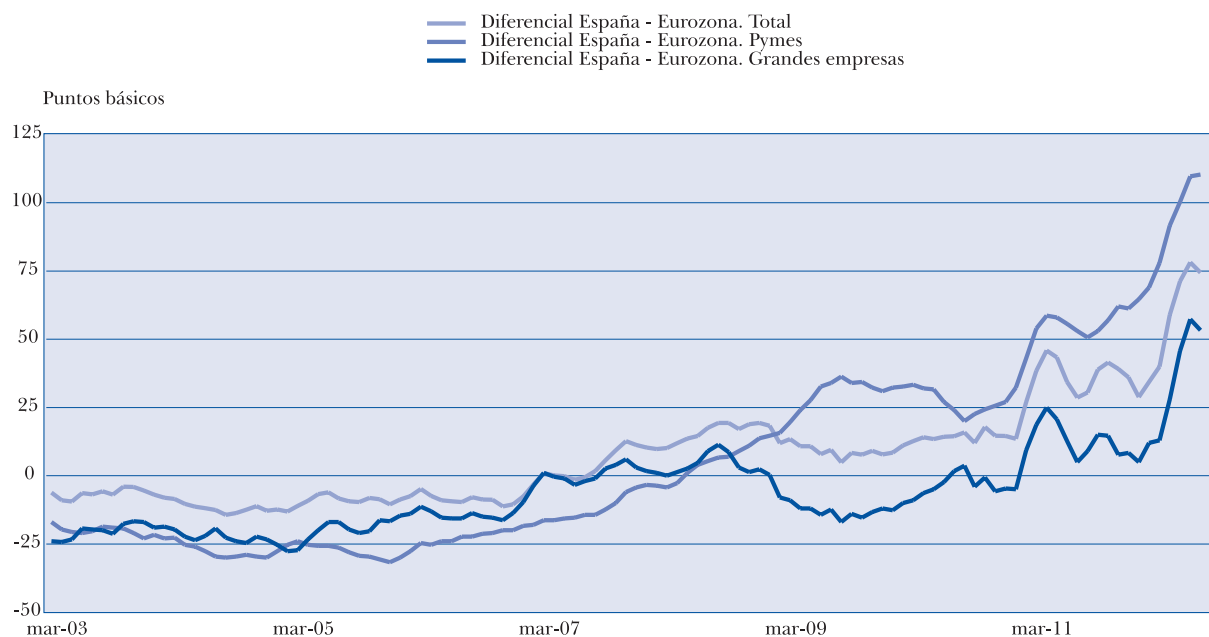
crisis, se ha producido una reversión en el diferencial negativo, en el sentido de tener que hacer frente a menores tipos de interés, del que disfrutaban las empresas españolas respecto de las del resto de la eurozona.

En el gráfico 3 se puede observar, además, que las grandes empresas españolas han conseguido mantener más tiempo su diferencial respecto a sus comparables del resto de la eurozona en niveles relativamente bajos mientras que las

pymes españolas han sufrido un aumento muy intenso de este diferencial desde un momento anterior en el tiempo. Si bien se observa que el diferencial correspondiente a las grandes empresas también ha sufrido un incremento muy significativo en los últimos tiempos.

Estos datos se refieren al precio al que se ha obtenido la financiación disponible pero también es relevante preguntarse por la mayor o menor facilidad de acceso al crédito bancario.

GRÁFICO 3. TIPO DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (NUEVAS OPERACIONES)



Fuente: Banco de España y BCE. Datos hasta julio de 2012.

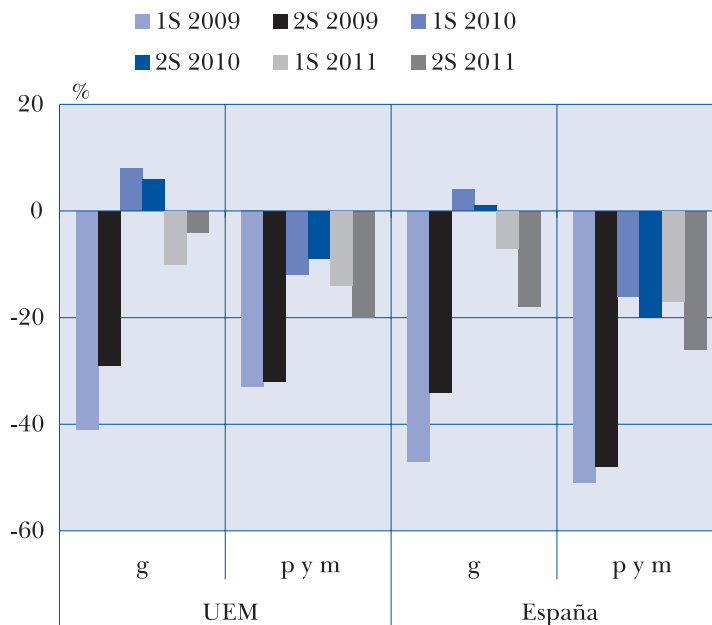
Se observa una mayor dificultad de acceso al crédito, con altos valores negativos, en las pymes españolas tanto respecto a las grandes empresas españolas como respecto a las empresas europeas.

Por lo tanto, los indicadores disponibles revelan que las pymes españolas han sufrido un endurecimiento más acusado en las condiciones crediticias frente a las grandes empresas españolas y el resto de pymes de la Eurozona.

Este endurecimiento tanto en precio como en facilidad de acceso al crédito, ha provocado un desapalancamiento muy acusado en las pymes españolas que, además, se ha producido de forma generalizada en la práctica totalidad de sectores productivos. En sí mismo, el proceso de desapalancamiento no tendría por qué considerarse como negativo en el contexto de una economía sobreendeudada como la española pero el problema es que gran parte del mismo ha sido forzoso y no fruto de una planificación empresarial más optimizada.

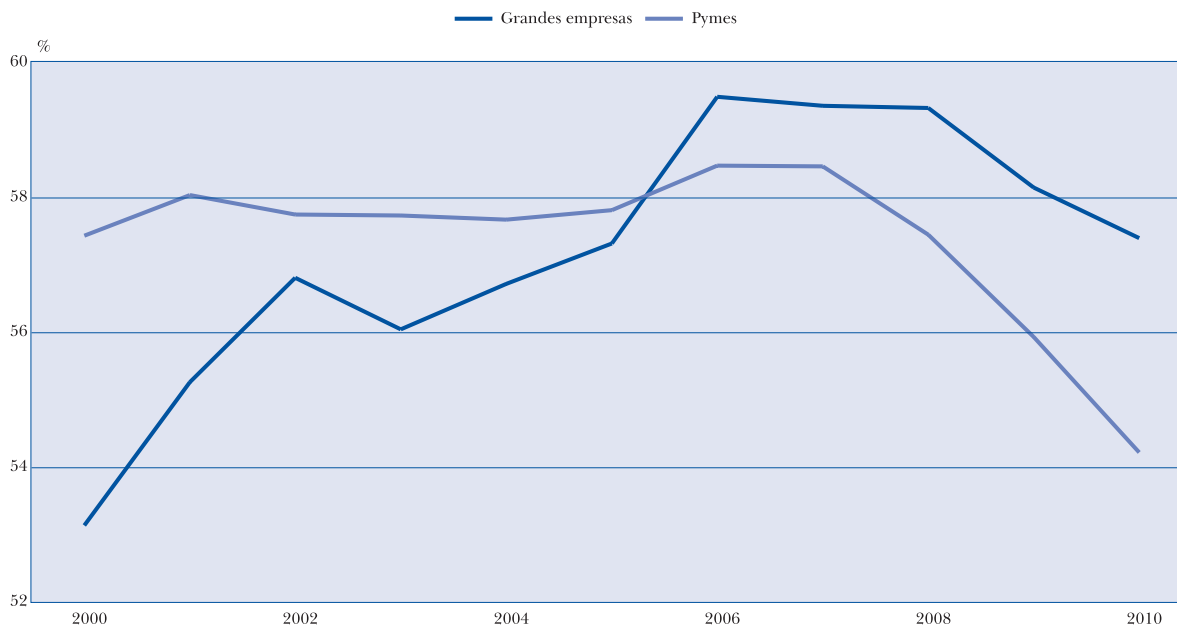


GRÁFICO 4. DISPONIBILIDAD DE CRÉDITO BANCARIO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Fuente: BCE (Survey on the Access to Finance of SMEs in the Euro Area). Porcentaje de empresas que indican una mejora en la disponibilidad de crédito bancario, menos el porcentaje de empresas que indica un empeoramiento en la misma. g: grandes empresas; p y m: pymes.

GRÁFICO 5. RATIO DE DESAPALANCAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS



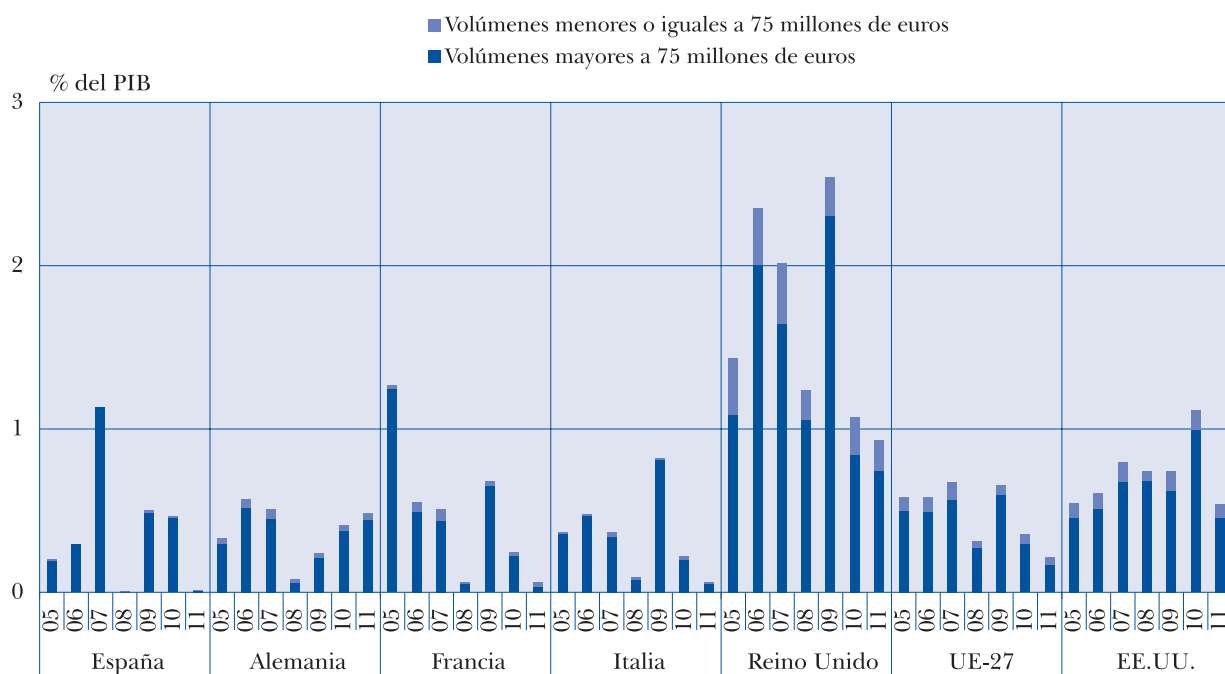
Fuente: Base de datos BACH. Datos anuales hasta 2010. La ratio de apalancamiento mide el porcentaje de deuda sobre los activos totales.



Por otra parte, la crisis financiera junto con la recesión también han afectado a otras fuentes de financiación como puede ser la emisión de instrumentos de renta variable o el recurso al capital riesgo. En este último caso, en España se pasó de una inversión del 0,3% del PIB en 2007 a un 0,1% en 2009, cifras en cualquier caso muy bajas si se comparan con el resto de Europa, donde los datos

correspondientes fueron del 0,6% y el 0,2%. Sin embargo, en el caso del mercado de renta variable, las grandes empresas españolas sí han conseguido seguir apelando al mercado bursátil con una intensidad similar a las de los principales países europeos. Por su parte, las pymes españolas no tienen prácticamente ninguna presencia en el mercado de renta variable.

GRÁFICO 6. EMISIONES DOMÉSTICAS DE RENTA VARIABLE DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS



Fuente: Dealogic.

2. RECOMPOSICIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

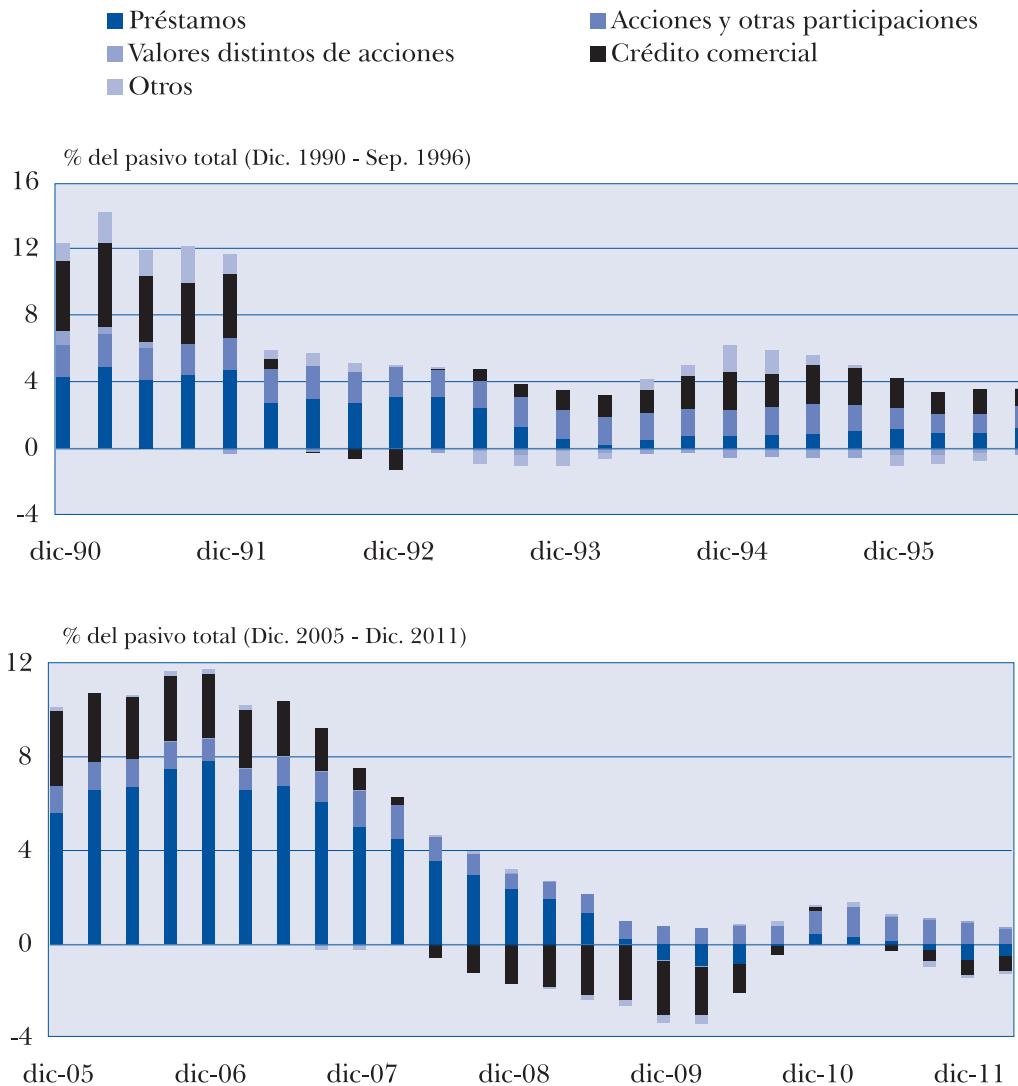
Las conclusiones que se pueden extraer del análisis realizado en el apartado anterior muestran que existe un reto importante por delante como es el de tratar de caminar hacia un menor peso de la financiación bancaria en los balances de las empresas españolas y, especialmente, en los de las pymes.

Y esta necesidad se hace aún más patente si se tienen en cuenta dos factores adicionales.

En primer lugar, la persistencia observada de la caída del crédito bancario durante periodos recesivos, fenómeno que se produce con mayor intensidad aún tras una crisis bancaria.

Es sencillo observar que la recuperación del crédito bancario no se suele producir hasta bien asentada la recuperación económica, por lo que es poco realista esperar que sea una reactivación

GRÁFICO 7. CAMBIO EN LOS PASIVOS DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS



Fuente: Banco de España.

del crédito bancario la que impulse la recuperación sino que probablemente será la propia reactivación macroeconómica, o expectativas bien ancladas acerca de la misma, la que genere un aumento significativo y sostenido del crédito.

En este punto cabe precisar que esto no implica que, en el caso español, no sea necesario el lograr una normalización del flujo crediticio, afectado en exceso por los problemas de solvencia de las entidades.

El segundo factor a tener en cuenta es la aparición, derivada de una de las lecciones centrales de la crisis financiera, de una nueva normativa internacional de solvencia bancaria, conocida como Basilea III, que va a exigir –de hecho, ya lo está haciendo en muchas jurisdicciones que han decidido adelantarse total o parcialmente a su puesta en marcha– mayores requisitos de capital y de liquidez.

En conjunto, ello supondrá, previsiblemente, una reducción de la capacidad de intermediación



financiera del sistema bancario, con un impacto potencial directo sobre los préstamos a pymes que, al fin y al cabo, son más arriesgados y menos líquidos que la mayoría de las restantes operaciones de activo realizadas por las entidades de crédito.

Por lo tanto, no debe subestimarse la magnitud de este reto, sobre todo si se tiene en cuenta la preponderancia de las pymes en la estructura productiva de la economía española. Adicionalmente, también hay que señalar que un mayor desarrollo de los canales no bancarios sin duda ayudaría a equilibrar la estructura de financiación del sector empresarial pero, en el momento actual, no son un sustituto de primer orden del crédito bancario para una amplia mayoría de pymes en España.

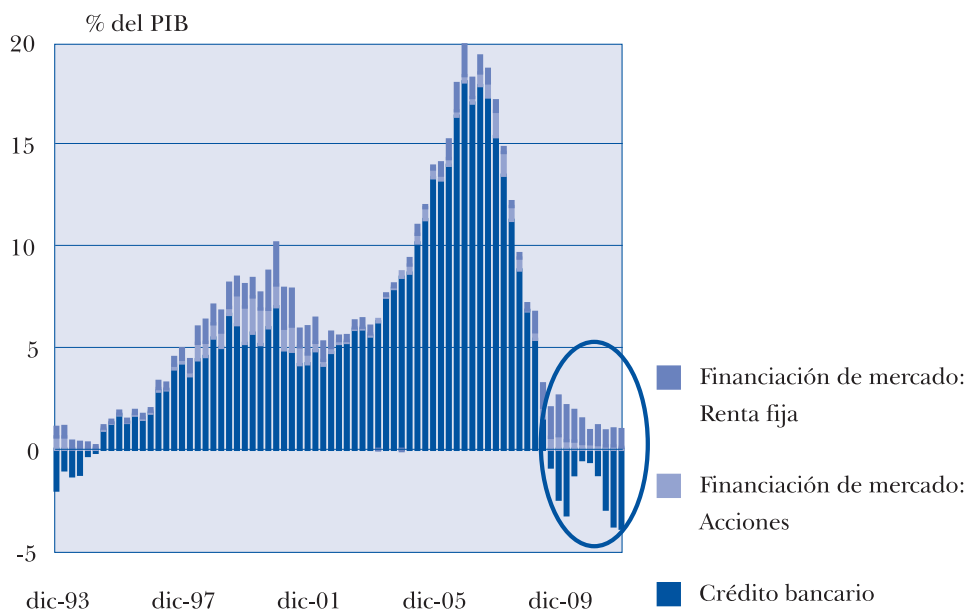
En cualquier caso, parece obvia la necesidad de fomentar los canales alternativos de financiación ya que, aparte de su efecto compensatorio sobre la caída del crédito, se vislumbran una serie de beneficios potenciales.

Con una mayor presencia del capital riesgo, se conseguiría alumbrar actividades con alto riesgo pero que son socialmente deseables, por coincidir frecuentemente con actividades innovadoras, pero que carecen de financiación bancaria precisamente por su naturaleza de alto riesgo.

En caso de una potenciación del mercado de valores, los beneficios se vislumbran tanto a nivel micro, ya que el acceso al mercado incrementa la transparencia de la empresa y su profesionalización, como a nivel macro, ya que la financiación de mercado es menos procíclica que el crédito bancario, pudiendo incluso afirmarse una cierta naturaleza contracíclica ya que, en muchos casos, disminuye durante las expansiones y aumenta durante las recesiones.

Adicionalmente, es destacable que es probable la aparición de sinergias derivadas de la combinación de ambos canales, ya que los mercados de acciones son una salida natural a la participación del capital-riesgo y de otros inversores profesionales en empresas ya maduras.

GRÁFICO 8. CAMBIOS EN LA FINANCIACIÓN DE MERCADO Y EN EL CRÉDITO BANCARIO A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS



Fuente: Bancos centrales nacionales y Dealogic. Datos acumulados de cuatro trimestre hasta 2011.



3. EL PAPEL DE LOS MERCADOS DE VALORES EN LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES

En este apartado se plantea una cuestión inicial de carácter básico: ¿cuál es el mercado más apropiado para las pymes?

En este sentido, los mercados alternativos parecen la opción más natural ya que disponen de requisitos regulatorios menos onerosos, unos menores costes de acceso y mantenimiento y una mayor visibilidad, entre otros factores.

En la UE existen varios mercados de este tipo, entre los que destaca el Alternative Investment Market (AIM) que pertenece a la Bolsa de Londres y cuyas cifras (1.143 compañías al cierre de 2011) distan mucho de las correspondientes a sus comparables de otros países de la UE como el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) español que tenía, a 30 de junio de 2012, 21 empresas cotizando en él.

En cualquier caso, merece la pena realizar un breve repaso a los puntos principales del debate acerca de cómo promover el acceso de las pymes a los mercados de valores.

El primero de ellos es se centra en la cuestión de cómo aumentar la base inversora. En este asunto existe cierto consenso en considerar como central el papel de los incentivos fiscales. El argumento fundamental a favor de los mismos es que la asimetría informativa entre la empresa y los potenciales inversores es muy intensa en el caso de las pymes, lo cual mantiene muy reducido el número de inversores dispuestos a participar en ellas. De esta forma se justifica la concesión de beneficios fiscales a la inversión en estas empresas.

Varios mercados alternativos, empezando por el AIM antes mencionado, disfrutan de beneficios fiscales. También en España, algunas Comunidades Autónomas ofrecen incentivos para los inversores en el MAB, mediante deducciones en el IRPF para suscriptores de emisiones en el mercado primario, siempre que se mantenga la inversión al menos durante dos años.

En cualquier caso, es fundamental identificar las fricciones de mercado relevantes y evitar nuevas distorsiones. En este sentido, un diseño

correcto de estos incentivos debe tener en cuenta sus efectos sobre la liquidez del mercado y evitar su fragmentación mediante la «competencia fiscal» entre regiones.

Las posibles líneas de actuación en esta área serían la de explorar fórmulas que han funcionado bien en otros países (un buen ejemplo sería el de los *Venture Capital Trusts* en el Reino Unido) y la de eliminar sesgos existentes en la normativa fiscal que afectan de forma negativa a la inversión en mercados alternativos.

El segundo punto clave en el debate sería el de cómo facilitar el acceso de las compañías al mercado. Los dos tipos de barreras que se suelen encontrar al respecto son, por una parte, culturales y, por otra, económicas. Las del primer tipo responden a la esperable falta de familiaridad de muchos gestores de pymes respecto a los mercados de valores y las medidas a aplicar al respecto son informativas, ya sea por los intermediarios o por las Administraciones públicas. Las del segundo tipo suelen tratarse mediante subsidios ya que la presencia de costes hundidos de entrada puede justificar este tipo de actuaciones, ya que, de los datos disponibles, se observa que estos costes son significativamente superiores en el caso de las pymes respecto de las grandes empresas.

Un tercer punto relevante en el debate se refiere a la necesidad de una masa crítica mínima. Con pocas excepciones (quizá el mercado AIM londinense antes mencionado), es probable que la escala eficiente mínima para gozar de la visibilidad suficiente como para atraer inversores, exceda el tamaño del mercado nacional. Este hecho ha hecho pensar en la posibilidad de crear un mercado paneuropeo. Sin embargo, al indudable atractivo de la idea hay que enfrentar dificultades prácticas relevantes como que los principales mercados europeos compiten entre sí y ya tienen definida su estrategia.

4. INICIATIVAS REGULATORIAS MÁS RECIENTES

En el ámbito de la regulación europea se está produciendo actualmente, en gran parte debido



a la experiencia emanada de la crisis financiera, una revisión bastante profunda de la normativa del mercado de valores. Y en esta revisión se han incluido un número relevante de propuestas dirigidas a facilitar el acceso de las pymes a los mercados de valores. A continuación se resumen las más significativas.

En primer lugar, en la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) se ha incluido la propuesta de crear un nuevo tipo de mercado, denominado «SMEs Growth Markets» con requisitos más flexibles para pymes. De esta forma, se persigue aumentar su visibilidad, mejorar su perfil y potenciar el desarrollo de unas normas reglamentarias paneuropeas para estos mercados.

La revisión de la Directiva de Folletos también introduce medidas como elevar el importe exento de la obligación de elaborar un folleto para las operaciones de importe igual o inferior a cinco millones de euros, frente a los 2,5 previos.

La Directiva de Transparencia introduce la propuesta de eliminar el requisito de presentar información financiera trimestral para todas las sociedades cotizadas, lo cual, obviamente, incluiría a las pymes. Y, respecto de la Directiva de Abuso de Mercado, la Comisión Europea propone que las compañías con valores cotizados en los «SMEs Growth Markets» antes mencionados difundan información privilegiada de forma más simplificada. Así, estos emisores estarían exentos, bajo ciertas condiciones, de la obligación de mantener y actualizar periódicamente la lista de personas con información privilegiada.

Por último, la Comisión Europea propuso, en diciembre de 2011, la creación de una normativa armonizada para una nueva categoría de fondos de capital-riesgo altamente especializados en la financiación de pymes. Esta norma, denominada «European Venture Capital Funds (EVCF)», implicaría la concesión de un pasaporte europeo de comercialización a los gestores de EVCF, que permitiría su acceso a los inversores admisibles en toda la UE.

Algunos de estos cambios se pueden considerar como pasos en la dirección correcta, como

aquellos que procuran una mayor armonización normativa (caso de las propuestas de la MiFID o de la EVCF). Sin embargo, otras de las propuestas no parece tan convenientes, ya que, por ejemplo, la relajación de los requisitos de transparencia pueden exacerbar uno de los «pecados originales» de las pymes, como es el de las asimetrías informativas.

Con carácter general, se puede señalar que facilitar el acceso de las pymes a los mercados no debería descansar exclusivamente en la reducción de los costes de emisión. Se necesita aumentar la base inversora. Asimismo, una reducción generalizada de los requerimientos que impactan en la calidad del mercado (transparencia, abuso de mercado, etc.) no es una opción aconsejable. En este sentido, es preferible la definición de requerimientos armonizados para mercados alternativos específicamente diseñados para pymes e inversores cualificados.

Al hilo de estas reflexiones, es pertinente comentar una serie de interesantes iniciativas que el Gobierno español está impulsando en nuestro país como son la creación de un mercado alternativo de renta fija, tratar de facilitar el acceso de las sociedades cotizadas no financieras a la plataforma SEND del mercado AIAF de renta fija (básicamente pensando en la posibilidad de emitir pagarés) y la posible reforma del MAB incluyendo medidas como nuevos incentivos fiscales o una norma «ascensor» que facilite la transición de las empresas desde el MAB al mercado regulado y viceversa.

Quizá la más relevante de estas iniciativas sería la de la creación de un mercado alternativo de renta fija. Se está pensando en un sistema multilateral de negociación (SMN) tipo MAB o un segmento del propio MAB. Respecto al tamaño de las empresas que podrían participar, se está pensando en un enfoque no restrictivo, por lo que podrían ser incluso grandes empresas no cotizadas. Esta es una característica especialmente relevante en España dada la dependencia bancaria generalizada en empresas de todos los tamaños como se ha comentado previamente. Como es habitual, se incluiría una simplificación de las obligaciones para emisión, anotación en



cuenta y registrales y una flexibilización de los requisitos de acceso al mercado. La idea inicial es que se emitan títulos con un nominal mínimo de cien mil euros, por lo que claramente se está pensando en inversores cualificados. Otra novedad interesante podría ser la utilización de mecanismos de agregación, con técnicas similares a las empleadas en los procesos de titulización y, por supuesto, se están considerando diversos incentivos fiscales específicos. Se trata de un proyecto interesante a pesar de que resulta obvio que, para tener algún éxito, tendrá que vencer no pocas dificultades de las mencionadas en apartados anteriores de este artículo de las que no es la menor la de las barreras culturales que todavía existen en España respecto de la inversión y la emisión en mercados de valores.

5. CONCLUSIONES

La estructura económica española con preponderancia de pymes y alta dependencia bancaria en general, crea incentivos para procurar un mayor peso de la financiación por otras vías no bancarias.

Este hecho se ve magnificado tanto por las circunstancias actuales de restricciones crediticias generadas por la recesión económica junto con las nuevas normas de solvencia de las entidades de crédito, como por su previsible persistencia.

Existen una serie de factores relevantes respecto de la capacidad de las pymes para acceder a los mercados de valores, como son la necesaria ampliación de la base inversora, la eliminación de barreras culturales y económicas o la necesidad de alcanzar una masa crítica mínima que garantice cierta visibilidad. El tratamiento más generalizado en Europa consiste en la aplicación de incentivos y subsidios fiscales, si bien una actuación decidida en materia de información podría tener también efectos positivos.

El legislador europeo está siendo sensible a estas preocupaciones, si bien se debe ser cuidadoso con el lanzamiento de iniciativas que puedan tener el efecto de disminuir la calidad gene-

ral del mercado. También en España, el Gobierno está realizando un trabajo relevante a la hora de tratar de articular las estructuras que sean necesarias de forma que todas las empresas, y no solo las pymes, puedan apelar al mercado de valores en un momento en el que la sustitución de al menos parte del crédito bancario es más necesaria que nunca.

BIBLIOGRAFÍA

- Comisión Europea (2010). Ficha informativa sobre la SBA: España. 2010/2011. Disponible en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/pdf/2010_2011/spain_es.pdf.
- Comisión Europea (2011a). Are EU SMEs recovering from the crisis? Annual Report on EU Small and Medium sized Enterprises 2010/2011. Ecorys. Disponible en http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/pdf/2010_2011/are_the_eus_smes_recovering.pdf.
- Comisión Europea (2011b). Propuestas para una Directiva sobre mercados de instrumentos financieros en sustitución de la Directiva 2004/39/EC del Parlamento y del Consejo Europeos, y para un Reglamento sobre mercados de instrumentos financieros y una modificación del Reglamento sobre derivados OTC, contrapartidas centrales y depositarios de información de negociación. Octubre 2011. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm
- Comisión Europea (2011c). Propuestas para un Reglamento sobre información privilegiada y manipulación de mercado (abuso de mercado) y para una Directiva sobre sanciones criminales por información privilegiada y manipulación de mercado. Octubre 2011. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm
- Comisión Europea (2011d). Propuesta de una Directiva modificando la Directiva de Transparencia 2004/109/EC. Octubre 2011. Dispo-



nible en http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm

Comisión Europea (2011e). Propuesta para un Reglamento sobre *European Venture Capital Funds*. Diciembre 2012. Disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/investment/venture_capital_en.htm

Comisión Europea (2012). REGLAMENTO DELEGADO (UE) N o 486/2012 DE LA COMISIÓN de 30 de marzo de 2012 por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 809/2004 en lo que se refiere al formato y el contenido del folleto, del folleto de base, de la nota de síntesis y de las condiciones finales, en cuanto a los requisitos de información. Marzo 2012. Disponible en <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2012:150:0001:0065:ES:PDF>

Demarigny, F. (2010). An EU-Listing Small Business Act, Mazars Group, marzo de 2010. Disponible en <http://www.mazars.com/Home/News/Latest-news2/Report-calling-for-an-EU-listing-SBA>.

Myers, S. C. y N. S. Majluf (1984). «Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have». *Journal of Financial Economics*, 13 (2), pp. 187-221.

Óscar Arce, Elías López, Lucio Sanjuán (2011). *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*. Documento de trabajo n° 52 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Noviembre 2011. Disponible en <http://10.10.1.33/DocPortal/Publicaciones/MO NOGRAFIAS/N52.pdf>