



**Manuel Castilla Cubillas**

Profesor Titular de Derecho Mercantil,  
Universidad de Granada.

## El coste de la negociación en el segmento del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión, y los riesgos del arbitraje regulatorio

**Resumen:** El artículo analiza las diferencias en las reglas y estándares impuestos a los emisores en el nuevo segmento para empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) con las aplicadas a las sociedades cotizadas en Bolsas de Valores, explorando los riesgos que plantea la creación de un sistema para la captación del ahorro público dividido en dos estratos de distinta carga regulatoria.

**Palabras clave:** Bolsas, regulación, competencia, valores.

**Abstract:** The article analyzes the differences in rules and standards imposed on issuers in the new segment for growth companies in the Alternative Stock Market (MAB) with those applied to companies listed on Stock Exchanges, exploring the risks posed by the creation of a system for capturing public savings divided into two distinct layers of regulatory burden.

**Key words:** Exchanges, regulation, competition, securities.

### SUMARIO

- I. Introducción
- II. La decisión de «cotizar» en un mercado organizado de valores: beneficios y costes
  1. Los beneficios de la decisión de «cotizar»
  2. Los costes de acceso y permanencia en un mercado organizado de valores y su balance con los beneficios
- III. La organización del MAB y el acceso a la negociación de las pymes
  1. Las Pymes y los costes de la negociación del capital en un «mercado regulado»
  2. La autorregulación del MAB, la flexibilidad de sus reglas y los costes de acceso a la negociación
  3. Los fundamentos legales del MAB y su propiedad
  4. La arquitectura del MAB-EE y las lecciones de la experiencia de los «segundos mercados»
  5. La confianza en las inversiones en el MAB-EE y el rol del «asesor registrado»
- IV. Los costes de la negociación en detalle: las obligaciones de las sociedades negociadas en el MAB-EE
  1. Las distintas clases de obligaciones impuestas a las sociedades con capital negociado públicamente
  2. Obligaciones para el acceso al mercado
  3. Los requisitos de «idoneidad» para el acceso al mercado
  4. Obligaciones de los emisores para la permanencia en el mercado
  5. Requisitos de gobierno corporativo
  6. Conclusiones sobre el coste de la negociación en el MAB-EE
- V. La protección de los inversores en el MAB-EE y el riesgo de arbitraje regulatorio

## I. Introducción

Desde hace unos meses, nuestras pequeñas y medianas sociedades anónimas cuentan con la posibilidad de negociar las acciones representativas de su capital en un nuevo foro de contratación de valores, concebido para dar respuesta a sus necesidades específicas. Este foro de contratación se ha establecido como un segmento dentro del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) que pretende acoger empresas cuyo negocio se encuentre en expansión. El segmento de la contratación para empresas en expansión del MAB (en adelante, MAB-EE) sirve a la función general de permitir el intercambio más líquido posible de los activos negociados, propia de cualquier mercado organizado de valores. Lo que hace particular al MAB-EE es que su estructura y actividad se han adaptado a las demandas y posibilidades de las sociedades de reducida capitalización.

El MAB-EE pretende satisfacer la antigua aspiración de la pyme española de contar con un foro en el que puedan negociarse públicamente las acciones representativas de su capital, sin incurrir en los altos costes relativos que implica la cotización en bolsa para empresas de este tamaño. Aunque tanto la negociación de una sociedad en el MAB-EE como su admisión a una de nuestras Bolsas de Valores, persiguen el mismo objetivo económico de facilitar la negociación de los valores emitidos por una sociedad anónima en



**L**os mercados de la clase a la que el MAB-EE pertenece son una opción a considerar por compañías que pretenden captar un volumen de capital relativamente pequeño

un foro público, desde el punto de vista jurídico son hechos distintos, que exigen cumplir con requisitos diferentes para producirse y que, una vez que tienen lugar, determinan consecuencias diversas entre sí.

Como quiera que han sido varias las iniciativas que se han ensayado en España en las últimas dos décadas con este mismo propósito de reducir el coste regulativo de la negociación pública de acciones —sobre

todo el denominado «Nuevo Mercado» de las Bolsas españolas, destinado a emisores del sector de las nuevas tecnologías— en el diseño del MAB-EE se han podido tener en cuenta los datos procedentes de estas poco exitosas experiencias, creándose un mercado que se pretende lo más ajustado posible a aquellas sociedades para las que el acceso a las Bolsas de Valores supone un coste neto demasiado elevado. Además, en la configuración del MAB-EE se han tomado como referencia aquellas experiencias internacionales de mercados que sí han tenido éxito en su oferta de un foro de negociación de acciones alternativo a las Bolsas tradicionales y que, por ello, han podido sobrevivir a la oleada de extinciones de los segundos mercados creados por toda Europa al calor de la burbuja tecnológica, hace una década. De hecho, la organización general del acceso a la negociación en el MAB-EE ha tomado buena parte de su planta del diseño del Alternative Investment Market (AIM) británico (1).

Del MAB-EE se sabía, aun antes de su puesta en marcha efectiva (2), que puede reducir los costes de acceso a la negociación pública gracias a un cuadro de normas que es más flexible con los emisores de acciones que el de las Bolsas de Valores. Aquello que hace jurídico-públicamente posible la oferta por el MAB de un segmento de contratación con este tipo de regulación laxa es su categorización como un sistema multilateral de negociación (SMN), lo que, en la sistemática de nuestra vigente Ley del Mercado de Valores (LMV), lo excluye del cerco normativo impuesto, en cambio, a los mercados secundarios oficiales de valores y, entre ellos, a las Bolsas de Valores. La autorización de un foro de contratación de valores como SMN libera un espacio relativamente amplio para su autorregulación, que se ha utilizado en el MAB-EE para relajar la carga normativa impuesta a los empresarios que decidan negociar en él su capital.

Se ve así cómo la flexibilidad de la regulación del MAB-EE se ha alcanzado a cambio del pago del precio de su consideración en el sistema institucional de la LMV y del propio ordenamiento comunitario: al carecer de la condición de mercado secundario oficial, el MAB no goza tampoco del reconocimiento general como «mercado regulado» en Derecho comunitario. Quienes acuden a los mercados de este tipo deberían conocer que en ellos no han de regir todas las exigencias legales que en tutela de los inversores han de estar presentes, en cambio, en los que sean autorizados como «mercados regulados».

En general, los mercados de la clase a la que el MAB-EE pertenece son una opción a considerar por compañías que pretenden captar un volumen de capital relativamente pequeño, principalmente de inversores institucionales y, al mismo tiempo, persiguen la visibilidad de su empresa, que proporciona el acceso a la negociación pública de sus acciones, en los términos que describiremos en las páginas siguientes.

La oferta del MAB-EE para el acceso a los mercados públicos «rivaliza» con la de las Bolsas de Valores, en el sentido de que las empresas en expansión pueden optar por uno u otras, según sus características y

preferencias. Sin embargo, a la hora de enjuiciar las relaciones entre estas instituciones es imprescindible tener en cuenta que el MAB ha sido promovido por el grupo societario de Bolsas y Mercados Españoles, S.A., en el que también está englobada la propiedad de las sociedades rectoras de las Bolsas de Valores españolas. Si se quiere, MAB-EE y Bolsas de Valores son dos productos alternativos ofrecidos en el «catálogo» de BME.

Las verdaderas relaciones de competencia entre mercados de valores se han entablado entre los diferentes holdings y conglomerados europeos de Bolsa que, en lo que nos interesa en este informe, ofrecen desde hace tiempo foros de contratación de rasgos similares al MAB-EE —sobre todo, Alternext y el ya citado AIM— a los que ya han sido admitidos centenares de emisores y que están consolidados en el espacio financiero internacional. No obstante, aunque entre sus emisores hay alguno español (3), hasta la fecha, ninguno de estos mercados para empresas de reducida capitalización se ha convertido en una opción de referencia general para nuestra pyme. Por ello, lo más útil es ceñir nuestro análisis a los foros de contratación autorizados por la CNMV.

Como consecuencia de todo lo expuesto, antes de escoger entre acceder al MAB-EE o a una de las Bolsas de Valores, los empresarios con negocios en expansión interesados en ello deben sopesar cuáles son, en concreto, las diferencias entre las obligaciones que habrán de cumplir para acceder, o permanecer, en cada uno de ellos. Para facilitar esta decisión, el presente informe se fija como objetivo principal el análisis de los rasgos específicos de la regulación del MAB-EE que inciden en el coste de la decisión de salir al mercado que han de tomar las empresas para las que se ha concebido, comparándolos con los propios de la normativa sobre la cotización en las Bolsas de Valores.

Por supuesto, una regulación con estándares más laxos implica ciertos riesgos adicionales para los inversores que acudan al nuevo mercado, que el ordenamiento jurídico, y los propios promotores del MAB, han tenido en cuenta al definir las reglas para la inversión en valores negociados en el MAB-EE. Por ello, como objetivo secundario, el informe plantea qué tipo de limitaciones determina la LMV sobre la negociación de las emisiones de valores en el MAB-EE —especialmente, de las que aprovechen toda la laxitud de su regulación— y qué mecanismos de aseguramiento de los inversores ha implementado el MAB, a fin de compensar la reducción de la coraza regulativa que en los mercados regulados defiende sus intereses.

Para llegar hasta los objetivos presentados, hemos estructurado el trabajo del modo siguiente, en la Parte II, hacemos un repaso sucinto a los distintos factores que afectan a la decisión de negociar públicamente el capital de una compañía, incidiendo, especialmente, en los costes de acceso y permanencia en un mercado organizado de valores. En la Parte III, recordamos cómo tales costes condicionan la salida la negociación pública de las pymes, analizando el modo en que los fundamentos jurídicos sobre los que se ha creado el MAB delimitan un mayor espacio para la autorregulación, lo que hace posible aligerar la carga regulativa que se impone a los emisores, en comparación con las Bolsas de Valores. A lo largo de la Parte IV estudiamos el desarrollo práctico de la autorregulación del MAB, indagando las diferencias concretas entre el estatus jurídico de las sociedades negociadas en el MAB-EE y las cotizadas en bolsa. Por último, en la Parte V, planteamos las posibles consecuencias sobre los objetivos legislativos de protección al inversor del arbitraje regulativo entre mercados organizados de valores, que la creación del MAB-EE impulsa.

## II. La decisión de «cotizar» en un mercado organizado de valores: beneficios y costes

### 1. Los beneficios de la decisión de «cotizar»

La apertura del accionariado y la negociación en un mercado organizado son hechos jurídico-económicos distintos, aunque, en la mayoría de los casos, se presentan de manera conjunta. Abrir el accionariado implica ofrecer la posibilidad de convertirse en socios, a personas que carecían previamente de esta condición, e incluso de cualquier tipo de relación con la sociedad que les da la oportunidad participar en su «propiedad». Acceder como emisor a un mercado organizado —«cotizar» (4), si se prefiere— implica que las acciones emitidas por una sociedad pueden ser negociadas en un mercado organizado de valores. Dada la vinculación funcional entre ambos hechos, en este trabajo, los consideraremos de manera conjunta.

El segmento especial del MAB del que aquí nos ocupamos está destinado a la negociación del capital de empresarios sociales con un alto potencial de crecimiento. Es evidente que las organizaciones en esta situación necesitan recursos económicos que permitan aprovechar todas las posibilidades de su negocio mediante la mejora de sus procesos de fabricación, o servicio, la expansión de su red de distribución, la adición de nuevos productos a la oferta que presentan a sus clientes, etc. Para poder acometer estas ope-

raciones, las empresas en crecimiento pueden diseñar una estrategia basada, precisamente, en la apertura de su capital a los inversores y la negociación de sus acciones en un mercado organizado.

Por supuesto, existen otras opciones estratégicas para tales fines que van desde pedir dinero prestado hasta franquiciar el modelo de negocio, pasando por el recurso a entidades de capital riesgo. Cada empresario debe decidir cuál es la alternativa que más se ajusta a sus necesidades y posibilidades. Para tomar de manera correcta la decisión de solicitar la admisión a la negociación en un mercado de valores u optar por alguna de estas otras alternativas, es imprescindible considerar todas sus ventajas e inconvenientes, teniendo en cuenta que la primera es algo más que una vía para allegar recursos a una sociedad con el fin de financiar su crecimiento.

La literatura en finanzas ha detectado, al menos, cuatro incentivos favorables a la decisión de acceder a un mercado organizado, distintos de la obvia captación directa de fondos y reducción del coste de capital de las compañías mercantiles que opten por ello. En concreto, tales incentivos consisten en la mejora de su reputación, reconocimiento y credibilidad, el aumento de la flexibilidad financiera y de la capacidad de negociación con las entidades de crédito, la apertura de una vía para la posible «salida» de la propiedad de la compañía y, por último, la mejora de la «supervisión» externa



### **L**a negociación de las acciones de una sociedad en un mercado organizado no está exenta de costes

del negocio y de su gobierno corporativo. Veamos, brevemente, cómo se producen cada uno de estos beneficios:

(i) La mejora de la reputación, reconocimiento y credibilidad de la compañía (MERTON, 1987) es un efecto de la visibilidad general entre el público, que acompaña a la negociación en un mercado organizado de valores, y del fortalecimiento de la posición de sus socios a quienes se ofrece el mejor instrumento para dotar de liquidez a sus participaciones. Superar el proceso necesario para ser admitido en un mercado y cumplir con las exigencias regulativas que la continuidad en él exige, tiende a generar confianza en quienes se relacionan con la compañía. Así, al mejorar, también, su reputación y credibilidad ante sus clientes, se favorece su actividad en el mercado de los productos (MAKSIMOVIC y PICHLER, 2001).

(ii) El aumento de la flexibilidad financiera proviene de la apertura de una nueva vía de financiación: una vez que el capital de una compañía se ha abierto y se han superado los requisitos para cotizar en un mercado organizado, colocar nuevas emisiones de acciones resulta más sencillo y barato. De esta manera, cuando las compañías «cotizadas» negocian con las entidades de crédito empréstitos, o cualquier otro mecanismo para su financiación, lo hacen con la ventaja de poder recurrir alternativamente al mercado primario de valores, lo que puede reducir el coste del crédito (RAJAN, 1992).

(iii) La negociación pública de los valores abre una vía para la posible «salida» de la propiedad de la compañía de sus accionistas y directivos originales (ZINGALES, 1995). Con independencia de que el propósito de la «cotización» sea éste, o no, la negociación pública puede utilizarse como una venta parcial de la sociedad, que permite hacer líquidos algunos de los derechos de propiedad de sus propietarios, sin necesidad de perder el control de la compañía, que puede ser transferido en un momento ulterior.

(iv) Se ha escrito también, que la «cotización» de las acciones de una compañía intensifica su «supervisión» externa y mejora su gobierno corporativo (JENSEN y MECKLING, 1976). El compromiso de la compañía de suministrar periódicamente información al mercado, y de mantener, así, un cierto grado de transparencia, favorece una gestión favorable a los accionistas, reduciendo los costes de agencia inherentes a cualquier organización en los que la propiedad y el control están separados. Considere el lector que, *ceteris paribus*, reducir los costes de agencia equivale a aumentar el valor de cualquier inversión.

El compromiso de la compañía de suministrar periódicamente información al mercado, y de mantener, así, un cierto grado de transparencia, favorece una gestión favorable a los accionistas, reduciendo los costes de agencia inherentes a cualquier organización en los que la propiedad y el control están separados. Considere el lector que, *ceteris paribus*, reducir los costes de agencia equivale a aumentar el valor de cualquier inversión.

## 2. Los costes del acceso y permanencia en un mercado organizado de valores y su balance con los beneficios

Por supuesto, la negociación de las acciones de una sociedad en un mercado organizado no está exenta de costes. A la hora de analizarlos conviene distinguir entre costes de entrada y costes de permanencia en el mercado.

Los costes de entrada son aquellos en que incurren los emisores para hacer frente a los gastos producidos por los diferentes servicios profesionales contratados en el proceso de acceso al mercado, que requiere, generalmente, del trabajo coordinado de abogados, contables, auditores y banqueros, quienes preparan la sociedad para captar los fondos propios perseguidos.

Los costes de permanencia, en cambio, son los producidos al cumplir con las diferentes normas que han de respetar las sociedades que acceden a un mercado organizado, las cuales, a grandes rasgos, las obligan a una mayor transparencia informativa y a adoptar determinadas prácticas de buen gobierno corporativo.

Dentro de ambos tipos de costes es útil distinguir entre aquellos que se devengan de forma directa, de los que lo hacen de forma indirecta. Los costes directos son aquellos que se producen por la realización de actividades que obligan a un pago, sea a personal propio, o a profesionales externos a la sociedad (la preparación de los informes periódicos que deben remitirse al regulador y a los participantes en el mercado es un buen ejemplo de ello). Los costes indirectos tienen que ver con las consecuencias organizativas y estratégicas de la regulación que debe ser aplicada (como principal coste de este tipo ha de considerarse el efecto de la divulgación necesaria de información que antes de la salida al mercado pudiera haberse considerado confidencial).

La decisión de un empresario de solicitar la negociación en un mercado organizado de valores puede formalizarse como el resultado neto positivo del balance de todos los beneficios citados en el apartado anterior, con todos los costes examinados en éste.

### III. La organización del MAB y el acceso a la negociación de las pymes

#### 1. Las Pymes y los costes de la negociación del capital en un «mercado regulado»

La conveniencia de negociar el capital de una compañía en un mercado organizado depende de un balance entre beneficios y costes que sólo puede resolverse con propiedad para cada caso concreto. En este apartado nos interesaremos por los costes, sobre los cuales es posible cierto grado de generalización. Aunque los factores generales que determinan tales costes vienen a ser los mismos en cualquier país desarrollado, su cuantía concreta depende de las exigencias de la regulación propia del mercado al que se pretende acceder. De hecho, existen ordenamientos jurídicos y mercados que imponen unos requisitos específicos para la admisión significativamente más exigentes y rígidos que otros.

Los requisitos para la admisión a cotización en las Bolsas de Valores españolas son muy similares a las que se imponen en las del resto de los Estados miembros de la Unión Europea, como consecuencia del proceso de aproximación de sus legislaciones en materia de mercado de valores que han venido impulsando las instituciones comunitarias desde hace décadas. De hecho, la práctica totalidad de las Bolsas tradicionales europeas han armonizado su organización y reglas de funcionamiento para poder ser incluidas en la categoría administrativa comunitaria de «mercado regulado», creada por la Primera Directiva de Servicios de Inversión.

Desde el punto de vista de las sociedades que pretenden lograr la negociación de sus acciones en un mercado organizado, optar por una Bolsa de Valores —o por cualquier otro mercado regulado— tiene la ventaja del reconocimiento público de su capacidad para cumplir con los elevados estándares de transparencia y gobierno corporativo que conlleva la admisión en ellos. Inevitablemente, cumplir con esos estándares exigentes implica un coste de admisión y de permanencia elevado.

A efectos del presente informe, lo relevante es que muchos de los factores que determinan ese coste son poco elásticos en relación con el tamaño de quienes pretenden acceder al mercado y hasta, en algún caso, fijos. De esta manera, el coste de acceso y permanencia en un mercado regulado resulta inasequible para un gran número de pequeñas y medianas empresas, lo que coarta el crecimiento de nuestro tejido productivo (en España, las pymes suponen el 65% del PIB y emplean al 79% de la población activa). La mejora de las posibilidades de acceso a la financiación en el mercado de valores es una antigua aspiración de las pymes españolas y de los propios poderes públicos, que, sin embargo, hasta hoy, no se ha visto satisfecha en la práctica.

#### 2. La autorregulación del MAB, la flexibilidad de sus reglas y los costes de acceso a la negociación

Como hemos visto en la Parte I, el segmento del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) dedicado a las empresas en expansión tiene, precisamente, por objetivo facilitar el acceso de las pequeñas y medianas empresas a la financiación en un mercado organizado de valores, sin tener que soportar todas las cargas regulativas que el acceso a Bolsa supone. Las reglas del MAB-EE hacen más fácil que del balance de cos-

tes y beneficios implícito en la decisión de una compañía de negociar públicamente su capital resulte un saldo positivo, especialmente cuando de pequeñas y medianas empresas se trata.

El MAB ofrece reducir la carga normativa que impone a las sociedades admitidas en esta plataforma de negociación, gracias a la autorregulación que caracteriza su sistema de producción de normas. El efecto más directo de esa autorregulación es la flexibilidad de las normas producidas por el MAB, que permiten una mejor adaptación de su contenido a las características de los emisores de valores a los que el mercado se ha orientado.

En cualquier caso, con carácter general, puede decirse que el «listón» normativo para el acceso al MAB-EE es más bajo que el que debe superarse para cotizar en las Bolsas de Valores, como también lo son las normas que han de cumplirse para permanecer en él. Esta menor exigencia general a las sociedades emisoras va unida a la presencia obligatoria de un profesional específico de los mercados de este tipo, el denominado «asesor registrado», cuya actividad consiste en guiar a aquéllas durante todo el período en el que negocien su capital en el MAB-EE, como veremos en este mismo apartado.



**E**l MAB ofrece reducir la carga normativa que impone a las sociedades admitidas en esta plataforma de negociación, gracias a la autorregulación que caracteriza su sistema de producción de normas

En lo que ahora nos interesa, la menor carga regulativa impuesta a los emisores, da la oportunidad de negociar públicamente su capital a pequeñas y medianas empresas para las que los costes asociados con el acceso a un mercado regulado son una barrera insalvable. Además del ahorro de tales costes, la mayor ligereza de la regulación de los mercados del tipo del MAB —sobre todo cuando se opte por una colocación privada que inactive la obligación de redactar el folleto informativo— permite que el proceso de acceso al mercado sea mucho más

rápido que en las Bolsas de Valores. Para entender el modo en que el MAB puede, lícitamente, optimizar tales costes para la negociación pública del capital de las pequeñas y medianas empresas, es preciso tener en cuenta su condición jurídico-pública, distinta a la de un «mercado regulado».

### 3. Los fundamentos legales del MAB y su propiedad

La flexibilidad de las normas del MAB y sus facultades de autorregulación son posibles gracias a un estatus administrativo diferente al de las Bolsas de Valores. En concreto, desde el punto de vista jurídico-público, ha de interpretarse que el MAB pertenece hoy a la categoría de los «sistemas multilaterales de negociación» (SMN), prevista en el artículo 118 de la LMV, y regulada a lo largo de todo el Capítulo I del Título XI de su texto, tras su reforma en el año 2007 (5). La nueva regulación de los «sistemas multilaterales de negociación» ofrece al MAB un marco normativo más completo, en comparación con el que le era aplicado en su conceptualización original como «sistema organizado de negociación» (SON), eliminada tras la reforma comentada de la LMV (6). En cualquier caso, el tránsito del MAB, desde su consideración jurídico administrativa como SON a SMN, no ha alterado sustancialmente su propósito fundacional de ofrecer un foro de contratación de valores negociables con una regulación de su actividad menos intensa que la aplicada sobre nuestros mercados secundarios oficiales y el resto de los «mercados regulados» europeos.

A los propósitos que aquí nos ocupan, la principal consecuencia de la categorización administrativa del MAB como sistema multilateral de negociación, es que queda excluido de la consideración de «mercado regulado», del art. 31.1 LMV. A resultas de ello, el MAB no ha de cumplir las exigentes reglas y estándares que la LMV impone a nuestros mercados regulados.

Por supuesto, el MAB ha de ahormarse a la regulación diseñada para los SMN en los nuevos artículos 118 y siguientes de la LMV. El núcleo de lo que esta nueva normativa establece para los SMN es la transparencia en su organización jurídica, obligando a su entidad rectora a elaborar un reglamento de funcionamiento de carácter público, objetivo y no discriminatorio, que ha de ser autorizado por la CNMV (7). En cualquier caso, la mayor parte de las reglas que se han establecido explícitamente para los SMN en la LMV guardan relación con las obligaciones de los propios mercados sobre transparencia de las órdenes y operaciones realizadas, no con las empresas emisoras que se negocien en ellos, por lo que no son relevantes para este estudio.

Como hemos visto, el MAB está insertado en la estructura del holding Bolsas y Mercados Españoles, S.A., de modo que su nacimiento y su propio proceso de toma de decisiones ha de ser interpretado desde las claves estratégicas del grupo al que pertenece. Así, sólo en un sentido teórico podría verse al MAB como una organización en competencia con nuestras Bolsas de Valores, más bien se trata de una oferta de servicios de negociación de valores complementaria a la de éstas, en aquellos sectores de negocio en los que su condición de mercados regulados les dificulta crear las condiciones de acceso a la negociación demandadas (8).

#### 4. La arquitectura del MAB-EE y las lecciones de la experiencia de los «segundos mercados»

A la hora de enjuiciar el diseño regulativo del MAB-EE no se puede perder de vista lo ocurrido con los «segundos mercados» que fueron creados en España durante la pasada década, especialmente lo relativo al «Nuevo Mercado». Éste fue establecido por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de diciembre de 1999, que pretendía dar la oportunidad a nuestras Bolsas de seguir la estela de los mercados «tecnológicos» creados en otros Estados europeos. El obvio paralelismo de los objetivos de este foro de contratación, que fue dirigido a las empresas emisoras de valores de «alto potencial de crecimiento», con los del segmento del MAB para empresas en expansión que analizamos en este trabajo, hace necesario analizar que aporta éste último de diferente, para superar las dificultades que acabaron con la vida mercantil del Nuevo Mercado y de las iniciativas que le precedieron.

Efectivamente, el Nuevo Mercado vino precedido por otras iniciativas relacionadas, para consolidar un «segundo mercado» en las Bolsas españolas (9), que la CNMV juzgó inadecuadas en el año 2000. Los argumentos del apoyo regulativo de entonces al Nuevo Mercado pueden ser aplicadas al MAB-EE, casi literalmente: «la realidad económica y empresarial española ha puesto de manifiesto que el marco jurídico que rige los mercados de valores españoles basado en la distinción entre primer y segundo mercado se muestra insuficiente para servir de manera eficiente a las necesidades de financiación de empresas [...] de alto potencial de crecimiento» (Exposición de Motivos, Circular 1/2000 CNMV). Y, sin embargo, el Nuevo Mercado hubo de ser clausurado a finales de 2007, después de una existencia empresarial poco lucida, así que tampoco encajó con las necesidades de las empresas españolas en expansión.

El escaso éxito del Nuevo Mercado ha sido atribuido, justamente, a la rígida estructura de derecho administrativo que se utilizó para él —la de un segmento especial de negociación dentro de nuestras Bolsas de Valores (10)— y explica que haya sido sustituida, finalmente, en el MAB por la del Sistema Multilateral de Negociación, mucho más flexible. Que esa flexibilidad se haya traducido en la facilitación del acceso al mercado es algo que habremos de juzgar en la penúltima Parte del trabajo.

#### 5. La confianza en las inversiones en el MAB-EE y el rol del «asesor registrado»

La optimización de los requisitos para la negociación pública del capital de empresas en expansión que el empleo de un SMN permite no está exenta de dudas sobre sus potenciales consecuencias sobre los inversores. Puesto que la admisión en el MAB-EE requiere del cumplimiento de unas exigencias regulativas inferiores a los mercados regulados, en general, y a nuestras Bolsas de Valores, en particular, cabe preguntarse tanto sobre el grado de confianza que depositarán los inversores en las sociedades que sean admitidas en él, como si, en el caso de obtenerse tal confianza, ésta se verá correspondida con un funcionamiento que tutele la posición de tales inversores y que abone un funcionamiento eficiente de los mercados de valores. Respondemos a la primera cuestión a partir del siguiente párrafo, y planteamos las bases para la respuesta a la segunda al final de este apartado.

Es conocido que, en cualquier ordenamiento, el sistema básico de tutela de los inversores en los mercados de valores descansa en la fijación de un caudal mínimo de información sobre los valores negociados y sus emisores, que deben recibir quienes participan en aquéllos. En la medida en que la normativa específica del MAB-EE no exige de las sociedades emisoras la revelación al mercado de determinadas informaciones que, en cambio, la regulación aplicable a las sociedades cotizadas en Bolsa sí obliga a divulgar, aumentan, en teoría, las oportunidades para la «explotación» de la desventaja informativa que padecen los inversores. Puesto que, además, este segmento del MAB es un foro de contratación destinado fundamentalmente a inversores cualificados y, particularmente, a profesionales de los mercados, en particular, una reducción significativa de su confianza en los emisores se traducirá en una elevación de la «prima» de riesgo aplicada a sus inversiones en este foro y, consiguientemente, en una elevación del coste de capital de las sociedades emisoras.

Para entender cómo los mercados del tipo del MAB-EE aseguran la confianza de sus inversores, compensando la reducción del caudal de información suministrado por sus sociedades emisoras es imprescindible tener en cuenta el rol desempeñado por el «asesor registrado». Esta figura, como hemos visto, tomada de los «Nominated Advisors» (NOMADS) que operan en el AIM londinense, actúa como un colaborador necesario con las sociedades emisoras durante todo el período en que éstas permanezcan en el mercado, asistiéndolas en el cumplimiento de sus obligaciones. Como consecuencia de ello, que las sociedades emisoras puedan acceder al mercado depende de que alguno de los «asesores registrados» en el MAB acepte colaborar con ellas. En otras palabras, no es posible ser admitido en el mercado si no se llega a un acuerdo previo con un asesor registrado.

La relación en el MAB entre asesores registrados y sociedades emisoras queda específicamente configurada a través del régimen de obligaciones establecido en la Circular (11) MAB 4/2008. La clave del sistema diseñado es que en esa relación, el rol del «asesor registrado» tiene una doble veste, actuando al mismo tiempo como consultor y controlador de las sociedades emisoras. Analicemos el desarrollo de esta doble función, distinguiendo entre los períodos anterior y posterior al acceso al mercado.

Antes de proponer la incorporación al mercado de un emisor, los «asesores registrados» deberán tanto asesorarle en el cumplimiento de las obligaciones que le corresponderán (rol de consultor) como valorar su idoneidad para tal incorporación (rol de controlador). De esta manera, asistirá a la compañía en la preparación del folleto informativo o, más frecuentemente, del documento informativo que permita cumplir con las exigencias de información a los inversores impuestas por el MAB. Al mismo tiempo, deberá revisar que la información que la empresa proporcione cumpla con los requisitos de esa normativa y no omita datos relevantes ni induzca a confusión a los inversores, en un proceso de *due diligence* obligatoriamente impuesto.

Después de su incorporación al segmento de empresas en expansión del MAB, el asesor registrado mantendrá a la compañía informada de las obligaciones que su estatus de sociedad negociada implique, revisando los datos que la compañía haya preparado para remitir al mercado, con carácter periódico o puntual, y verificando que cumpla con las exigencias de contenido y plazos previstos. Pero, junto a sus responsabilidades hacia la compañía emisora admitida a negociación, el «asesor registrado» habrá de tener presentes las que también tiene respecto al mercado, por lo que cuando conozca un «potencial incumplimiento relevante» de las obligaciones asumidas por la empresa al incorporarse al segmento Empresas en Expansión,

habrá de trasladar al MAB los hechos que puedan suponer dicho incumplimiento.



**L**a regulación del MAB confía a un agente privado la responsabilidad de controlar el cumplimiento de la normativa del mercado por las sociedades emisoras

Esta interacción entre funciones de consultor y vigilante de la legalidad del comportamiento de las sociedades negociadas permite identificar el rol del asesor registrado con la que la ciencia económica denomina un *gatekeeper* (12), un «portero» del sistema que filtra quiénes pueden acceder y permanecer en el MAB.

Así, la regulación del MAB confía a un agente privado la responsabilidad de controlar el cumplimiento de la normativa del mercado por las sociedades emisoras. En realidad, el recurso a un «guarda privado» no representa, en sustancia, una orientación normativa novedosa en materia de Mercados de Valores, porque todo su funcionamiento se apoya en la labor de diferentes *gatekeepers*: desde los auditores de cuentas hasta los Registradores Mercantiles y Notarios (13), pasando por las agencias de calificación crediticia (14).

Hasta aquí hemos visto cómo el MAB-EE pretende ganarse la confianza de los inversores. Queda pendiente todavía la segunda de las preguntas que planteábamos al comienzo del apartado: si realmente el sistema diseñado conseguirá tutelar la posición del inversor y abonar un funcionamiento eficiente de los mercados de valores en general. Esta cuestión y su respuesta son más complejas que la anterior.

De entrada, el que los «asesores registrados» desempeñen activamente el rol de *gatekeeper* del MAB, depende de que sobre ellos actúen los incentivos para observar aquella conducta que evite el incumplimiento indeseado de la legalidad del mercado por las sociedades emisoras. No hay duda de que sobre los asesores registrados operan incentivos que impulsan el desarrollo de esta función de vigilancia, principalmente, aquellos relacionados con la protección de su reputación y las cuasi rentas vinculadas con ella.

Por otra parte, es también cierto que son discernibles a simple vista determinados incentivos «perversos», que podrían obstaculizar su independencia en el control de las sociedades emisoras, sobre todo considerando que con ellas se establece una relación de clientela prolongada en el tiempo.

Aunque el juicio definitivo sobre el vector resultante del balance entre ambos tipos de incentivos lo ofrecerá la realidad futura del MAB-EE, de momento, la experiencia del modelo en el AIM londinense ofrece algunos argumentos para el optimismo. Se ha destacado del AIM cómo lleva a cabo una supervisión continua de sus NOMAD para verificar que éstos cumplen, a su vez, con sus múltiples tareas, siendo, efectivamente, sometidos, en caso de incumplirlas, a expedientes disciplinarios que pueden culminar, incluso, con su expulsión del mercado (MENDOZA, 2007), en adición a la responsabilidad general que el Derecho privado les asigna en el cumplimiento de sus funciones. El sistema de sanción de los «asesores registrados» previsto para el MAB-EE en el apartado sexto de la Circular 4/2008 MAB persigue reproducir en el mercado español este sistema de incentivos.

Si en el caso del MAB-EE todavía no puede juzgarse la intensidad de este control *ex post* de los asesores registrados, sí que puede, en cambio, detectarse alguna pauta acerca de los mecanismos *ex ante* para su afiliación con los intereses generales del mercado. En concreto, las barreras de entrada a la condición de asesor registrado en el MAB-EE no parecen, al menos de momento, muy elevadas, por lo que han accedido a ella consultoras de diferentes tamaños y niveles de notoriedad de su marca en el mercado. Si el filtro de la autoselección no es muy exigente, parece probable que se haya de compensar con una supervisión intensa por el MAB del comportamiento de los asesores registrados en el cumplimiento de sus funciones.

Pero incluso en el caso de que la actividad de los asesores registrados aporte un *gatekeeping* real al mercado, el caudal reducido de información suministrado por las sociedades emisoras en el MAB-EE, puede todavía suscitar recelos relacionados con la protección de los inversores. El asunto más problemático es la posible percepción por parte de ciertos inversores de la admisión a la negociación en el MAB, como un hecho análogo a la cotización en un mercado regulado. De hecho, ésta es una crítica recurrente formulada al AIM por alguno de sus competidores. Veamos sus méritos.

Es cierto que la admisión a un mercado público puede enviar a los inversores cierta «señal» favorable sobre las características de un emisor, y que, por ello, si tal «señal» es incorrecta, son aquéllos quienes pueden padecer las consecuencias de esa incorrección, al no fijar el precio de su inversión de acuerdo con el riesgo adicional que introduce el estándar regulativo más laxo en mercados de este tipo. Como indicamos al comienzo de este apartado, nuestra intención aquí es sólo plantear la cuestión que retomaremos de manera más informada en la última Parte del trabajo. Antes de tomar postura en la cuestión del riesgo del doble estándar de regulación MAB-EE/Bolsas de Valores es necesario revisar las diferencias concretas entre aquello que la normativa exige de las sociedades emisoras en el primero, en comparación con lo que se impone a las sociedades cotizadas en mercados regulados. Sólo así puede establecerse con propiedad el tamaño real del escalón regulativo entre ambos tipos de mercados y, consiguientemente, el de los riesgos del arbitraje regulativo por parte de las compañías interesadas en negociar públicamente su capital.

#### IV. Los costes de la negociación en detalle: las obligaciones de las sociedades negociadas en el MAB-EE

##### 1. Las distintas clases de obligaciones impuestas a las sociedades con capital negociado públicamente

Permítasenos comenzar el apartado con una breve recapitulación de lo visto hasta ahora. Nuestro ordenamiento jurídico prevé la aplicación de diferentes conjuntos de normas para aquellas sociedades anónimas que se financian a través del mercado de valores que, tienen por objetivo común proteger a los inversores y el funcionamiento general del mercado. La aplicación de cada uno de estos conjuntos de reglas jurídicas depende del procedimiento concreto que se utilice para acceder a los inversores y, sobre todo, de si los valores que sean se han admitido a cotización en un mercado regulado de valores. Puesto que el MAB no es un mercado regulado, las sociedades negociadas en su segmento de empresas en expansión no están sometidas a las reglas que la LMV establece para acceder a ellos, ni a las más específicas que se imponen a las cotizadas en una Bolsa de Valores. La autorregulación del MAB permite establecer reglas propias al efecto, que pretenden cumplir las mismas funciones básicas que las previstas en la LMV, pero ajustadas a las condiciones específicas, sobre todo de tamaño, de las sociedades en expansión candidatas a ser negociadas en él.

Para comparar el contenido de la regulación de la LMV, con la autorregulación del MAB nos valdremos de un criterio funcional de clasificación de las obligaciones impuestas a las sociedades emisoras que distinga tres grupos de ellas: las de acceso a la negociación pública (15), las de permanencia en el mercado y, por último, las de gobierno corporativo.

## 2. Obligaciones para el acceso al mercado

### 2.1. La información inicial y el procedimiento para la colocación de valores: el coste de elaboración del folleto informativo y su ahorro en el MAB-EE

Cualquier sociedad emisora que pretenda llevar a cabo una oferta pública de sus valores debe previamente preparar un folleto informativo. Igualmente existe esta obligación cuando los valores ya se «colocaron» previamente, pero se pretende su admisión a negociación en una Bolsa de Valores. Por tanto, estos dos supuestos de hecho distintos —la oferta pública de valores y la cotización bursátil— tienen una consecuencia jurídica análoga: la elaboración de un folleto informativo, en el cual han de contenerse aquellos datos que permiten enjuiciar tanto la calidad de los valores negociables de que se trate, como la de su emisor. De hecho, cuando una oferta pública de valores y la solicitud de su negociación en una Bolsa se producen de forma sucesiva, un mismo documento sirve para cumplir ambas obligaciones administrativas.

El folleto informativo es una extensa pieza técnica cuya elaboración representa uno de los más importantes costes directos que han de considerar los emisores de valores negociables. Por esta razón el ahorro de estos costes de formación del folleto es, desde la perspectiva de las sociedades emisoras, un objetivo deseable, que impulsa sus emisiones de valores hacia aquellos cauces de financiación que, efectivamente, permiten evadirse de ellos.

Precisamente, el MAB-EE puede permitir la colocación y negociación pública de valores, sin necesidad de formar un folleto informativo. Para describir cómo puede conseguirse este efecto es necesario volver a considerar los dos supuestos de hecho que activan la obligación de redactar un folleto informativo: la admisión a negociación en un mercado regulado y la oferta pública de valores. Por lo que a la solicitud de admisión respecta, no puede perderse de vista que el MAB no es uno de nuestros mercados regulados (o un mercado secundario oficial, si se utiliza la terminología de la LMV para referirse a los mercados regulados españoles), de modo que a las sociedades emisoras que pretenden acceder a él no les son de aplicación los requisitos obligatoriamente impuestos para las que soliciten su ingreso en un mercado regulado español y, especialmente, el de «aportación, aprobación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de un folleto informativo» (art. 26.1 LMV).

Consideremos ahora el segundo supuesto de hecho. Con independencia de la categoría administrativa del foro de contratación al que se pretenda acceder, cuando, de manera vinculada a la solicitud de admisión, se produzca una oferta pública de valores, se devengará la obligación de formar el folleto informativo. De producirse este hecho en una colocación de valores en el MAB-EE —y dado que los folletos de admisión y de oferta pública vendrían a ser sustancialmente el mismo documento— el objetivo de ahorro de costes de salida al mercado se vería frustrado. De ahí que sea necesario seguir un camino jurídico preciso que eluda las normas que imponen la redacción del folleto de emisión, en concreto, que evite que la colocación de valores pueda ser considerada como una oferta pública de venta (OPV), o una oferta pública de suscripción (OPS). Veamos cómo.

Las normas que imponen la redacción del folleto en las ofertas públicas de suscripción (OPS) son fáciles de orillar. Sólo existe suscripción —condición imprescindible para que exista una OPS— cuando los valores se adquieren directamente de la sociedad emisora por los inversores. Aunque este procedimiento pueda parecer el más natural, en la realidad de los mercados financieros, las colocaciones de valores en las que los inversores suscriben directamente los valores son una pequeña minoría. Lo más común, en cambio, es que la adquisición originaria de los valores emitidos la realice un intermediario financiero —generalmente una entidad de crédito— o un grupo de ellos, que se encarga de la posterior distribución de los valores entre su clientela u otras entidades financieras. Por tanto, las reglas sobre OPS —y, específicamente, las que imponen el folleto informativo para ella— quedan fuera de juego, en muchas ocasiones.

El verdadero obstáculo al ahorro de costes de emisión en el MAB procede de las normas que imponen el folleto en las ofertas públicas de venta (OPV). Para salvarlo, el diseño de la colocación de los valores debe utilizar las propias restricciones con que la LMV acota la definición de oferta pública. En concreto, el art. 30 bis de la LMV extrae de este concepto legal aquellas ofertas que (i) vayan dirigidas exclusivamente a

inversores cualificados, (ii) o a menos de 100 personas físicas o jurídicas, sin incluir los inversores cualificados, (iii) las dirigidas a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor, (iv) las de valores cuyo valor nominal unitario sea al menos 50.000 euros, y (v) las que tengan un importe total inferior a 2.500.000 euros, cuyo límite se calculará en un período de 12 meses.

Puesto que las normas expuestas en el párrafo anterior son comunes a todos los estados miembros de la Unión Europea, para conocer el modo en que su contenido está siendo «gestionado» en las colocaciones de emisores de valores de pequeño y mediano tamaño es útil recurrir a la experiencia de los mercados de los que el MAB ha tomado su planta, sobre todo del AIM. Este recurso muestra que la mayoría de las colocaciones de valores negociados en este foro hacen uso de alguna de las excepciones vistas, convirtiéndose, así, en «ofertas privadas» de valores. Es más que previsible que la mayoría de las salidas al segmento de empresas en expansión del MAB se valgan también de estas excepciones para eludir, así, la obligación de formar folleto informativo.

Pero que no haya de formarse el folleto informativo, conforme se ha regulado su contenido en la LMV, no significa que la admisión de los valores esté exenta del deber general de información a los inversores. La LMV impone a las entidades rectoras de todos los sistemas multilaterales de negociación la obligación de proporcionar la información o, en su caso, asegurarse de que exista información públicamente disponible, que permita a los usuarios del mercado formarse una opinión sobre los instrumentos negociados en él (art. 121.2 LMV).

Para cumplir con esta obligación, la entidad rectora del MAB ha establecido en la Circular MAB 1/2008 que la solicitud de incorporación de aquellos emisores que no hayan formado un folleto informativo deberá incluir un «documento informativo inicial» que habrá de contener los datos que se exigen en esta misma disposición interna del mercado y que incluyen los estados financieros del emisor, debidamente auditados (como ocurre con los folletos informativos aprobados por la CNMV). De esta manera, la mayoría de las sociedades en expansión que pretendan incorporarse al MAB deberán sufragar el coste de elaboración del «documento informativo», en vez del necesario para formar el folleto informativo demandado en la LMV, por lo que, para que el MAB tenga en este aspecto una ventaja competitiva, es necesario que el primero sea inferior al segundo.

En efecto, una comparación a simple vista del Anexo I de la Circular MAB 1/2008 —que enumera todos los *ítems* que deben incorporarse al «documento informativo» de admisión en el MAB— y del contenido de cualquier folleto redactado conforme a lo previsto para las OPV —la Orden del Ministerio de EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, recuerda la obligación de que estos folletos se ajusten a los modelos aprobados en el Reglamento (CE) núm. 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004— evidencia la mayor carga regulativa que conlleva la preparación de estos segundos. Muchos de los aspectos de la sociedad emisora que en el «documento informativo» del MAB pueden ser objeto de una mera descripción sumaria, en un folleto redactado conforme a los modelos comunitarios tienen que ser descritos con detalle a los inversores.

Más allá de estas diferencias de contenido, folletos y «documentos informativos» difieren en cuanto a la persona competente para su validación. Así, mientras la aprobación de los folletos informativos deberá llevarse a cabo por la CNMV (art. 24, RD 1310/2005, de 4 de noviembre), de la verificación de los documentos informativos del MAB se encargará la propia entidad gestora del mercado. Es de esperar que la revisión llevada a cabo por el propio mercado se haga con una actitud de mayor flexibilidad, comprensión y conocimiento de la realidad del emisor que la previsible en la CNMV. Ello debería lubricar el procedimiento de admisión, reduciendo los ajustes necesarios para la aprobación de su solicitud, con el consiguiente ahorro de costes.

### 3. Los requisitos de «idoneidad» para el acceso al mercado

Cumplir la obligación de informar a los inversores a través del folleto o «documento informativo» permite acceder a los mercados sólo a aquellas compañías que cumplan con los requisitos de idoneidad regulados para cada tipo de mercado organizado de valores. Así, las compañías que se planteen acceder a una Bolsa de Valores española habrán de cumplir previamente con los requisitos generales que se imponen en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, para todas las incorporaciones a nuestros mercados secundarios oficiales y, más específicamente, con lo previsto al efecto en el Reglamento de Bolsas (Decreto 1506/1967, de 30 junio) (16). De nuevo, puesto que el MAB no es un mercado secundario oficial, tales requisitos no son de aplicación para el acceso a este foro de contratación que, en cambio, ha previsto un conjunto de reglas propias al efecto.

Sobre la base de sus facultades de autorregulación, el MAB ha establecido unos criterios de idoneidad para acceder al segmento de empresas en expansión que, en muchos casos, corren paralelos a los fijados

para las Bolsas de Valores. Así, como en éstas, sólo podrán incorporarse al mercado aquellas acciones completamente desembolsadas, respecto de las que no se hayan establecido restricciones a su transmisibilidad y que se encuentren representadas por anotaciones en cuenta.

Pero, aquello que interesa a nuestros propósitos son los aspectos diferenciales en los criterios de idoneidad del MAB-EE y Bolsas de Valores, que podemos sintetizar en requisitos de capitalización, de obtención de beneficios, de distribución de la «propiedad» y de configuración del contenido jurídico de las acciones:

(i) Mientras que aquellas sociedades emisoras que pretendan incorporarse a una bolsa deberán tener en cuenta que, en general, el importe total de las acciones cuya admisión a negociación se solicite habrá de ser, como mínimo, de seis millones de euros (17) (art. 9 Real Decreto 1310/2005), en el caso del MAB se ha fijado una cifra significativamente inferior, de dos millones de euros (Circular MAB 1/2008, apartado segundo, 2.3), para el mínimo del valor conjunto estimado de las acciones objeto de la oferta pública o privada (18), previa a la colocación (19).

(ii) En cuanto a los beneficios, la salida a Bolsa requiere —en principio— que los obtenidos en los dos últimos ejercicios, o en tres no consecutivos en un período de cinco años, hayan sido suficientes para poder repartir un dividendo de, al menos, el seis por ciento del capital desembolsado, una vez hecha la previsión para impuestos sobre los beneficios y dotadas las reservas legales u obligatorias que correspondiesen (art. 32 del Reglamento de Bolsas). En la regulación del MAB, en cambio, no se ha fijado requisito alguno de obtención de beneficios, meramente se exige de la sociedad un cierto grado de desarrollo de su actividad comercial —debe ya encontrarse comercializando sus bienes o servicio o, al menos, debe haber llevado a cabo actuaciones relevantes directamente encaminadas a ello— y que ya haya obtenido «ingresos significativos» (20). Adviértase, no obstante, a la hora de ponderar el valor de esta diferencia, que el requisito en examen podrá ser exceptuado en las Bolsas de Valores cuando existan buenas expectativas de crecimiento para el emisor que sea (21).

(iii) Quienes pretenden la admisión a negociación de acciones en una Bolsa de Valores han de tener presente que será necesario que, con carácter previo o, como más tarde, en la fecha de admisión a negociación, exista una distribución suficiente de tales acciones. La normativa vigente interpreta expresamente que existe tal «distribución suficiente» si, al menos, el 25% de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión están repartidas entre el público, o si el mercado puede operar adecuadamente con un porcentaje menor debido al gran número de acciones de la misma clase y a su grado de distribución entre el público (22). En el MAB, en cambio, no existe un requisito tan exigente de apertura del capital. De hecho, no hay ninguna imposición al respecto si antes de la admisión se hubiera producido una oferta pública, o privada, de las acciones admitidas. Sólo en el caso de que no exista esa oferta previa, se requerirá alcanzar la cantidad de dos millones de euros de *free float* (Circular MAB 1/2008, apartado segundo, 2.3).

(iv) Por último, considérese que mientras para las acciones de un emisor admitidas a negociación en un mercado secundario oficial se ha previsto específicamente que no podrán establecer desventajas o diferencias en los derechos que correspondan a los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas (art. 8 Real Decreto 1310/2005), en la normativa propia del MAB no existe una norma análoga. Profundizaremos, más adelante, en las consecuencias de esta diferencia.

#### 4. Obligaciones de los emisores para la permanencia en el mercado

CUADRO RESUMEN 1			
COMPARACIÓN DE LAS OBLIGACIONES DE ACCESO AL MERCADO DE LAS SOCIEDADES NEGOCIADAS EN EL MAB-EE, FRENTE A LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN BOLSA			
Tipo de obligación	Instrumento/comportamiento	MAB-EE	Bolsas
Información financiera inicial.	Folleto de emisión OPV.	Depende.	Sí.
	Folleto de admisión.	No.	Sí.
Requisitos de idoneidad.	Capitalización mínima.	2 millones de euros.	6 millones de euros.
	Obtención previa de beneficios.	No.	Sí.
	Distribución suficiente.	No.	Sí.
	Limitación de los derechos especiales de los accionistas.	No.	Sí.

#### 4.1. La revelación periódica y ocasional de información

Del mismo modo que ocurre con las sociedades negociadas en uno de nuestros mercados secundarios oficiales, la admisión al MAB conlleva para las empresas en expansión una obligación general de cumplir con unos requisitos de información a los inversores y al mercado, la cual implica tanto la divulgación periódica de ciertos documentos sobre el estado de la compañía, como de determinados hechos de carácter ocasional. Pero, si el principio general de transparencia informativa es el mismo para ambos conjuntos de sociedades, no ocurre lo mismo con todas las reglas concretas aplicadas a cada uno de ellos.

Las reglas al efecto que habrán de observar las empresas en expansión admitidas en el MAB-EE se han establecido en la Circular MAB 2/2008, que cumple la misma función general que las normas de la LMV desarrolladas por el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre (23), el cual, al limitar su aplicación a las entidades admitidas en un mercado regulado, no es relevante en el contexto del MAB.

De entrada, si observamos lo normado en materia de divulgación periódica de información, es cierto que entre ambos sistemas de regulación de la información hay bastante en común: en ambos casos se impone a las sociedades admitidas las obligaciones de formar y revelar un informe financiero anual —que comprenderá las cuentas y el informe de gestión, revisados por el auditor— y un informe semestral —que incluirá las cuentas anuales resumidas y un informe de gestión intermedio, que no deberán, necesariamente, estar auditados—. Existen, no obstante, algunos puntos de disimilitud en el cumplimiento de estas obligaciones comunes, que tienden a facilitarlas para las admitidas en el MAB-EE: se les concede un plazo más largo para la entrega del informe semestral (tres meses, frente a dos de los mercados regulados) y se les exime de formarlo para los segundos semestres de cada ejercicio (24).

La principal diferencia en la regulación de los documentos de información periódica está en la ausencia en la normativa del MAB de la obligación de difundir con carácter trimestral —durante el primer y segundo semestre del ejercicio— la declaración intermedia de gestión que sí se impone para las sociedades admitidas en alguno de nuestros mercados secundarios oficiales, en el art. 35.3 LMV.

Las regulaciones de la información ocasional en el MAB-EE y la prevista para las Bolsas son todavía más cercanas. Ello es consecuencia de la formulación general de la obligación de divulgar «información relevante» por los emisores de valores, establecida por el art. 82 de la LMV, que obliga a hacer pública toda «información relevante», definida como «toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores [...] y por tanto pueda influir de forma sensible su cotización en un mercado secundario», con independencia de que éste sea un «mercado regulado», o no. De ahí que en la regulación del MAB-EE también se haya debido establecer que las sociedades admitidas habrán de comunicar con carácter inmediato toda la «información relevante», definiéndose ésta con las mismas palabras empleadas al efecto en la LMV (Circular MAB 2/2008, segundo, 2).

#### 4.2. Las diferencias en el contenido de las obligaciones de información periódica: el formato contable de la información divulgada por los emisores

Frente a la detallada regulación de muchos de los *ítems* informativos que la LMV y sus Reglamentos de desarrollo obligan a revelar periódica, u ocasionalmente, a las sociedades cotizadas en Bolsa, las normas de la Circular 2/2008 del MAB contienen normas más sencillas, que aligeran la carga del cumplimiento de la regulación a las empresas admitidas en el segmento de empresas en expansión del MAB. Considérese, así, lo previsto, en cada una de estas dos regulaciones, sobre participaciones significativas en el capital de las sociedades y pactos parasociales.

Para las participaciones significativas en el accionariado de las sociedades negociadas en el MAB-EE, se considerarán relevantes aquellos cambios que supongan la adquisición o pérdida de un porcentaje del 10% del capital social, o de cualquiera de sus múltiplos lo que, sin duda, reduce el rigor de lo prevenido para las entidades negociadas en nuestros mercados regulados que «oportunan» más tramos relevantes para la divulgación de información al respecto, y, sobre todo, un umbral mínimo más riguroso, que activa la exigencia de esa dato con un mero 3% de los derechos de voto (art. 23.1 RD 1362/2007). El menor tamaño de las sociedades negociadas en el MAB-EE justifica la ampliación de la cifra mínima, y la disminución de los tramos relevantes, para entender formados, o modificados, los núcleos en su accionariado, respecto a las sociedades cotizadas.

Para los pactos parasociales, aumenta el parecido en lo regulado sustancialmente para el MAB-EE y Bolsas, requiriéndose, en ambos casos, la divulgación de la información relativa a «aquellos pactos reservados entre los socios», que afecten a sus derechos de voto o que restrinjan la transmisibilidad de sus

acciones (admitiéndose, por consiguiente, la posibilidad de que permanezcan como «reservados» el resto). No obstante, de nuevo, existen diferencias relevantes entre ambas regulaciones en su respectivo desarrollo de esta obligación. Primero, existe una importante diferencia en la fortaleza de los incentivos creados para asegurar su cumplimiento, pues la Circular MAB 2/2008 no podía incorporar el efecto de suspensión de la eficacia jurídica del pacto, que sí se prevé en la LMV. Segundo, se simplifica el cumplimiento de la reglas para las sociedades del MAB-EE, al no haberse previsto el depósito del pacto en el Registro Mercantil, a que el art. 112 LMV obliga a las sociedades cotizadas.

Una especial referencia merece el formato contable en el cual ha de remitirse la información sobre el estado patrimonial de la entidad cotizada, porque, en ello, existen otras dos diferencias cuya repercusión en el coste de la negociación pública de una compañía no es desdeñable.



***Esta opción queda vedada terminantemente en la Ley 16/2007 de 4 de julio, que reformó nuestro sistema contable, a las sociedades cotizadas en mercados regulados, pero no a las que se negocien en un sistema multilateral de negociación, que no haya sido reconocido como tal mercado regulado***

La primera diferencia se refiere a la posibilidad de formar la información contable de manera abreviada. Esta opción queda vedada terminantemente en la Ley 16/2007, de 4 de julio, que reformó nuestro sistema contable, a las sociedades cotizadas en mercados regulados, pero no a las que se negocien en un sistema multilateral de negociación, que no haya sido reconocido como tal mercado regulado. Como consecuencia de ello, si para las sociedades cotizadas en Bolsa será ineludible la obligación de formar cuentas completas, las sociedades que accedan al MAB-EE podrán optar por las abreviadas, cuando cumplan los requisitos legales previstos para ello, que se refieren al tamaño de su activo patrimonial, al volumen de negocio y al número de trabajadores (25).

En segundo lugar, para las entidades negociadas en los mercados secundarios oficiales se ha implementado en nuestro ordenamiento la rígida regla comunitaria que les obliga a preparar las cuentas anuales y las declaraciones intermedias conforme a las normas internacionales de información financiera, cuando hayan de hacerlo de forma consolidada (arts. 9 y 20 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre). De esta manera, sólo las entidades emisoras en mercados secundarios oficiales que presenten cuentas anuales individuales elaboran su información financiera de conformidad con nuestro Plan General de Contabilidad. En cambio, en el caso del MAB, para toda la información financiera de las entidades emisoras, de nacionalidad española, se ha establecido una regla flexible según la cual su contenido podrá ajustarse tanto a los estándares del Plan General de Contabilidad, como al de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) (26). Ni que decir tiene que esta posibilidad de ahorrar los costes necesarios para la reconciliación de las cuentas del formato nacional al NIIF es una de las principales ventajas que la opción por el MAB puede aportar a las empresas en expansión, tanto por la eliminación de los gastos directos de este procedimiento, como por el ahorro del tiempo necesario para llevarlo a cabo.

CUADRO RESUMEN 2

COMPARACIÓN DE LAS OBLIGACIONES PARA LA PERMANENCIA EN EL MERCADO DE LAS SOCIEDADES NEGOCIADAS EN EL MAB-EE, FRENTE A LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN BOLSA			
Tipo de obligación	Instrumento/comportamiento	MAB-EE	Bolsas
Información continua	Información financiera anual.	Sí.	Sí.
	Información semestral.	Sí.	Sí.
	Información trimestral.	No.	Sí.

CUADRO RESUMEN 2

COMPARACIÓN DE LAS OBLIGACIONES PARA LA PERMANENCIA EN EL MERCADO DE LAS SOCIEDADES NEGOCIADAS EN EL MAB-EE, FRENTE A LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN BOLSA			
Información ocasional	Obligación general de informar de hechos relevantes.	Sí.	Sí.
	Umbral mínimo comunicación participaciones relevantes	10%	3%
	Publicidad pactos parasociales	Sí.	Sí.
Auditoría.	Auditoría externa de las cuentas anuales.	Sí.	Sí.
Contabilidad.	Obligación de cuentas anuales completas.	No.	Sí.
	Contabilidad «consolidada» según NIIF.	No.	Sí.

### 5. Requisitos de gobierno corporativo

#### 5.1. Las obligaciones de las sociedades admitidas a Bolsa en la LMV y el régimen previsto para el MAB-EE

El gobierno corporativo es el área regulativa en el que la normativa del MAB-EE más se distancia del régimen de las sociedades cotizadas. En estas páginas, hacemos un uso funcional de la expresión «gobierno corporativo» que incluye, por supuesto, las obligaciones del tipo de las previstas para las sociedades cotizadas en el Título X de la LMV, pero que, más ampliamente, acoge también las relacionadas con las ofertas públicas de adquisición de la sociedad, con el comportamiento de los administradores específicamente previsto en la LMV, así como aquellas otras que afectan a las reglas estatutarias de configuración del contrato de sociedad. En éste y en los siguientes epígrafes, compararemos la aplicación de estas reglas en los foros de contratación que venimos analizando.

Nuestra comparación entre el régimen de las sociedades admitidas al MAB-EE y el de las incorporadas a Bolsa ha de comenzar por fijar el alcance de las obligaciones impuestas a estas últimas en el Título X de la LMV. Así, no hay duda de que tales obligaciones no son de aplicación a las sociedades negociadas en el MAB-EE toda vez que el art. 111 LMV restringe su ámbito subjetivo al de las «sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial». De esta manera, las empresas en expansión que accedan al MAB-EE quedarán liberadas de las normas impuestas a las cotizadas en la LMV, tanto de las que afectan a sus órganos —con la preparación y comunicación de los Reglamentos de la Junta General y del Consejo de Administración, y los deberes específicos de sus administradores en el art. 114 LMV— como de la obligación de elaborar el informe anual de gobierno corporativo del art. 116 LMV.

Es obvio que el informe de buen gobierno corporativo es un pieza técnica cuya elaboración cada ejercicio implica, generalmente, el trabajo de un asesor externo, cuyos emolumentos por este concepto pueden ahorrarse las sociedades admitidas en el MAB-EE. Pero más que el ahorro de ese gasto, lo más relevante para ellas es su liberación de las reglas de *soft law* impuestas en el Código Unificado del Buen Gobierno Corporativo a las sociedades cotizadas. Y ello, porque, a pesar de la relativa flexibilidad del principio de «cumple o explica» que define su valor jurídico, su aplicación a las sociedades de reducida capitalización y estructura ligera, para las que el segmento de empresas en expansión que aquí nos ocupa está pensado, podría «empujarlas» a adoptar medidas que pueden no ser las más adecuadas en las fases iniciales de su ciclo de vida empresarial.

No obstante, alguno de los *ítems* de buen gobierno corporativo, inicialmente regulados con la fuerza limitada del principio de «cumple o explica», se han recogido más tarde en normas legales. Especialmente notorio es el asunto de la igualdad de género en los consejos de administración. Éste es un asunto previsto en el Código Unificado que, después, ha sido objeto de regulación imperativa en la Ley de Igualdad de Género, a cuyos efectos, el carácter de sociedad cotizada, o no, ha dejado de ser relevante. En concreto, el art. 75 de la citada disposición señala al respecto de la participación de las mujeres en los consejos de administración, que serán todas las sociedades obligadas a presentar cuenta de pérdidas y ganancias no abreviada las que habrán de procurar incluir en su consejo de administración un número de

mujeres que permita alcanzar una presencia equilibrada de mujeres y hombres en el año 2015. De esta manera, aunque también la mayoría de las sociedades admitidas en el MAB-EE habrán de tener en cuenta la presencia femenina en sus consejos a la hora de decidir los nuevos nombramientos, ésta no es una obligación que les sea aplicable por el mero hecho del acceso al mercado, a diferencia de las corporaciones admitidas a una bolsa de valores.

### 5.2. Operaciones realizadas por administradores y directivos.

Dentro de las operaciones realizadas por administradores y directivos contempladas en nuestra regulación, hemos de distinguir las que tienen por objeto las acciones de la compañía, de las que afectan a otros activos.

Por lo que a las primeras se refiere, nuevamente, el hecho jurídico de no ser el MAB un mercado secundario oficial hace que tampoco sean aplicables a los administradores de sus emisores las obligaciones previstas en el art. 53.5 LMV. El precepto recoge los deberes de comunicación a la CNMV de todas las operaciones realizadas por los administradores sobre acciones de la compañía, así como de las participaciones que ostenten en el capital, tanto en el momento del nombramiento como en el del cese del encargo de administración. Para suplir la ausencia de esta regla, en la Circular MAB 2/2008 se ha obligado a las entidades emisoras en el MAB-EE a comunicar todas aquellas operaciones realizadas por los administradores y directivos de sus sociedades emisoras, en la medida en que con ellas «alcancen, superen o desciendan de un porcentaje del uno por ciento del capital o cualquier múltiplo» de ese porcentaje.

No obstante, existen tres diferencias entre la norma del MAB y la contenida en el art 53.5 LMV: primero, que el obligado en el MAB-EE es la propia sociedad —no el administrador—; segundo, que en el MAB-EE también los directivos quedan vinculados directamente por esta regla, y tercero, que se limitan las operaciones a comunicar a las que superen el uno por ciento del capital. Por ello, en este caso, el saldo de la comparación de los costes de la regulación del MAB-EE y la prevista en esto por la LMV no arroja un saldo nítido (27).

En cuanto a la licitud de los negocios jurídicos realizados por los administradores con la sociedad anónima administrada, la opción por la cotización en bolsa o la negociación en el MAB-EE, no tiene consecuencias diferenciales sustanciales, toda vez que en ambos casos, los administradores quedan sometidas a la disciplina de los deberes fiduciarios recogida en los artículos 127 de la LSA. La diferencia entre los dos regímenes está en la información que habrá de facilitarse al respecto en el informe anual sobre el buen gobierno, en el caso de las sociedades cotizadas en Bolsa (art.116 LMV), y que, en cambio, no se ha preceptuado como una obligación continuada de las sociedades admitidas en el MAB. Éstas, no obstante, deberán dar cuenta en el «documento informativo» de acceso al mercado de las «operaciones vinculadas» significativas que hayan realizado antes de solicitar la incorporación al MAB-EE (Circular MAB 1/2008, Anexo I). Dada la importancia del asunto, no sería de extrañar, no obstante, que los asesores registrados de las compañías del MAB-EE requieran la revelación pública de muchas de éstas.

Consideraciones muy parecidas han de hacerse en relación con los sistemas de retribución de los administradores y directivos que conlleven la entrega de acciones o derechos de opción sobre éstas. Si para las sociedades cotizadas se considera un hecho relevante que aquéllos habrán de comunicar a la CNMV (art. 47 RD 1362/2007), en el caso del MAB-EE, sólo se ha previsto su comunicación en el folleto informativo inicial. De nuevo, éste parece un asunto condenado a ser vigilado por los asesores registrados.

### 5.3. El régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA)

En cuanto a la aplicación del régimen previsto para las ofertas públicas de adquisición obligatoria en los arts. 60 y ss. LMV, conviene recordar que su aplicación está ceñida al ámbito de las sociedades cotizadas, lo que deja fuera de su alcance las sociedades admitidas en el MAB-EE.

Comoquiera que la ordenación de la OPA se considera una de las piezas básicas para la tutela de los inversores en un mercado organizado de acciones, era previsible que la regulación del MAB-EE tuviese específicamente presente esta situación, como, en efecto, ha sucedido en la Circular MAB 1/2008. No obstante, la dificultad técnica que la ordenación de las ofertas públicas de adquisición plantea en el caso del MAB-EE procede del hecho de que las normas básicas que definen cuándo se produce legalmente esta situación tienen como destinatarios a las personas que realizan la oferta por las acciones que sean

—no a la propia sociedad opada ni a sus destinatarios— quienes pueden no tener ningún tipo de relación con el MAB, escapando, en ese caso, del alcance de sus normas de funcionamiento, carentes de la coercibilidad general del derecho emanado directamente del legislador.

El escollo se ha salvado en la Circular MAB 1/2008 mediante la internalización contractual de las reglas sobre cambio de control de la sociedad. Se requiere, de esta manera, la modificación forzosa de los estatutos de las sociedades admitidas en el MAB-EE para convertir tales reglas en normas contractuales vinculantes para los socios. Es así que cualquier accionista de una sociedad en expansión admitida en el MAB que reciba una oferta de compra, la cual determine que el potencial adquirente vaya a ostentar una participación de control, queda obligado a no transmitir su participación, a menos que la oferta del potencial adquirente se amplíe, en las mismas condiciones, a todos los accionistas.

Para sopesar los efectos de la regulación de las tomas de control resultante de esta regla del MAB, conviene tener en cuenta que ésta es sólo una de mínimos. Para empezar, la norma en comentario hace equivaler el «control» de la sociedad, con una participación de más del 50% del capital, lo que restringe sustancialmente el perímetro del conjunto de sus supuestos de aplicación, en comparación con el régimen de la OPA de los arts. 60.2 y ss. LMV (que, entiende adquirido el control de una sociedad cotizada con una, más reducida, cifra de sólo el 30% del capital social). Además, no se precisan ni las consecuencias jurídicas de su infracción, ni el comportamiento que han de observar el órgano de administración y los directivos de la sociedad afectada por la OPA, ni la compraventa forzosa de las acciones de la minoría, aspectos, todos ellos, regulados en la LMV.

Sin embargo, a diferencia de lo visto en los subapartados anteriores, en el caso de la OPA, la ligereza de la regulación preparada por el MAB no implica necesariamente menores costes directos de estructura para las sociedades admitidas en el MAB-EE, por la razón vista de que los destinatarios del núcleo de la normativa sobre tomas de control son quienes pretenden adquirirlo, y no las propias sociedades admitidas (28). Más allá de la obiedad de estos costes directos, un veredicto sobre los efectos de la reducción de la carga regulativa en materia de OPA requiere de un análisis completo de sus efectos sobre los diferentes implicados en estas situaciones, que escapa de las pretensiones de este trabajo.

#### 5.4. La configuración contractual de la compañía

De acuerdo con nuestra regulación pública, la admisión a Bolsa afecta tanto a la estructura orgánica de las sociedades que acceden al mercado como a la definición de los derechos de los socios, como consecuencia de las obligaciones de configuración del órgano de administración y de limitación de las posibilidades de definición de los derechos de los socios. En cambio, en la regulación del MAB no existen obligaciones paralelas a estas dos. Analicemos de cerca estas diferencias.

En lo que a la estructuración del órgano de administración se refiere, a las sociedades admitidas en el MAB-EE no les es de aplicación la Disposición Adicional Decimoctava de la LMV, que obliga a las entidades negociadas en mercados secundarios oficiales a establecer un comité de auditoría, en el que deberán estar presentes, en su mayoría, miembros no ejecutivos del consejo de administración, que además carezcan de otra relación contractual con la sociedad y que tiene por misión velar por el desarrollo independiente y eficaz de los trabajos de auditoría externa de la sociedad. Las sociedades admitidas en el MAB-EE no han de afrontar obligatoriamente los costes de estructura adicionales de todo tipo (dietas, horas de trabajo, burocratización, búsqueda de los consejeros adecuados, etc.) que la formación de la comisión de auditoría impone. El balance que subyace a este aspecto de la regulación del MAB es que los beneficios producidos por la comisión de auditoría, no compensan, con carácter general, sus costes, considerando, de nuevo, el carácter típico de empresas en las primeras fases de su ciclo de vida de sus emisores.

En cuanto a las diferencias posibles en el contenido de las acciones emitidas por las sociedades cotizadas en Bolsa y las admitidas en el MAB-EE, conviene recordar las limitaciones que a las primeras se imponen en el art. 8 del RD 1310/2005. El precepto impide que las acciones emitidas por ellas puedan establecer desventajas o diferencias «en los derechos de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas», lo que reduce la libertad en el diseño de su estructura corporativa, limitando la creación de derechos especiales. Puesto que en la regulación del MAB no se ha introducido una regla análoga, aumenta notablemente el espacio de libertad para que se establezcan ciertos derechos especiales de ese tipo, siempre que sean debidamente publicitados en los estatutos sociales y en los documentos de información al mercado.

CUADRO RESUMEN 3			
COMPARACIÓN DE LAS OBLIGACIONES EN EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES NEGOCIADAS EN EL MAB-EE, FRENTE A LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN BOLSA			
Tipo de obligación	Instrumento/comportamiento	MAB-EE	Bolsas
Reglas de divulgación de información.	Informa anual de gobierno corporativo.	No.	Sí.
	Página WEB para la información al inversor.	Sí.	Sí.
Funcionamiento del órgano de administración.	Comité obligatorio de auditoría.	No.	Sí.
	Reglas especiales de funcionamiento de los órganos de la sociedad.	No.	Sí.
	Limitación legal específica de las medidas defensivas en OPA.	No.	Sí.
Comportamiento de los administradores.	Comunicación de las operaciones sobre acciones propias realizadas por administradores y directivos.	Sí.	Sí.
	Comunicación continua de «operaciones vinculadas».	No.	Sí.
	Comunicación continua de remuneración mediante participación en capital.	No.	Sí.
Ley de Igualdad de Género.	Paridad en los Consejos.	No.	Sí.

### 6. Conclusiones sobre el coste de la negociación en el MAB-EE

A la vista del conjunto de diferencias entre el MAB y las Bolsas de Valores en los *ítems* regulativos analizados, resulta evidente que la carga regulativa de los emisores en el segmento de empresas en expansión del primero es significativamente inferior a la que soportan las sociedades cotizadas en Bolsa y que, como consecuencia de ello, el flujo de información que ha de llegar a los inversores en el MAB-EE será, en general, menos potente que el recibido por los inversores en sociedades cotizadas. Sin embargo, esta comparación *ítem a ítem*, también evidencia que la regulación del MAB ha acogido el núcleo duro del sistema de tutela a los inversores en mercados regulados y que los emisores de valores que accedan a él habrán de soportar una carga, sobre todo, de revelación de información al mercado bastante intensa, en comparación con las sociedades anónimas cuyo capital no se negocie públicamente.

Por otra parte, a la hora de juzgar la carga de la regulación del MAB-EE no basta con considerar los *ítems* informativos expresamente requeridos en su normativa interna, porque éstos pueden no agotar la demanda de información a un cierto emisor. La flexibilidad de la regulación del MAB-EE no implica que, siempre, y en todos los aspectos de la vida de una corporación, se haya de producir una reducción del nivel relativo de información demandado, en cambio, aquello que la autorregulación persigue es el ajuste de éste a las circunstancias del caso que sea. En el modelo de referencia del AIM, los NOMAD cumplen la función de colaborar en el adecuado racionamiento de la información suministrada a los inversores, asesorando a las empresas en expansión sobre el momento, la forma y el contenido de los datos que han de ponerse a disposición del público inversor. Su rol como asesores consiste en ahorrar costes de cumplimiento con la normativa del mercado, separando aquella información relevante, de aquellos datos insus-

tanciales que carecen de valor para los inversores (Mendoza, 2007). De esta forma, impulsan la revelación por los emisores de información adicional a la exigida regulativamente, si lo estiman necesario para la buena formación del juicio de mercado. Aunque este suministro adicional de información a iniciativa del asesor registrado no se ha previsto expresamente ni en la Circular MAB 4/2008, ni en la 2/2008, su vigencia práctica puede deducirse de sus funciones de verificación del folleto informativo, primero y de la obligación de comunicar los hechos relevantes (apartado quinto, Circular MAB 4/2008). No obstante, la información complementaria que pueda requerir el asesor registrado, no evitará que, en general, los emisores en el MAB-EE queden dispensados de la carga regulativa de cumplir con las reglas diferenciales con las Bolsas, que hemos identificado a lo largo de esta Parte del informe.

Cuando se considera todo ello, no hay duda de que el coste medio de entrada y permanencia en el MAB-EE será inferior al de las Bolsas de Valores, pero tampoco de que el valor del mismo continúa siendo relevante a la hora de tomar la decisión de negociar públicamente el capital de una compañía. En cualquier caso, el MAB-EE representa un avance en la consecución del objetivo de reducción de costes de acceso a un foro de negociación pública respecto al Nuevo Mercado. En la práctica, lo que la opción por la categoría de SMN para configurar el MAB ha permitido ofrecer a las empresas en expansión es un acceso al mercado liberado, como mínimo, del deber de formar el folleto informativo de «cotización» y de los requisitos de idoneidad para el acceso a las Bolsas Oficiales, previstos por el Reglamento de Bolsas. Como quiera que el Nuevo Mercado se constituyó como un «segmento de contratación» incluido en las Bolsas de Valores, las empresas negociadas en él continuaban vinculadas por ambos grupos de obligaciones (29). Hay, pues, argumentos fundados para vaticinar una mejor suerte al MAB-EE.

## V. La protección de los inversores en el MAB-EE y el riesgo de arbitraje regulativo

El objetivo de nuestra investigación aún pendiente es el de si el ahorro mostrado en los costes de acceso al mercado se producirá a expensas de la protección de los inversores. En realidad, la actividad de los mercados del tipo del MAB-EE plantea dos cuestiones distintas, que denominaremos sincrónica y diacrónica, respectivamente. La cuestión sincrónica es la de si el nivel de información regulatoria establecido para el MAB-EE es el suficiente como para remediar la asimetría inicial de información entre inversores e *insiders* de las compañías negociadas en el mercado. La diacrónica plantea si el uso de la reducción de la carga regulatoria de las sociedades emisoras con propósitos competitivos incita un proceso de arbitraje regulativo indeseable que puede impulsar una inercia general de reducción de los estándares de información en los mercados de valores. Presentamos ambas cuestiones de manera sucesiva en esta última Parte.

La cuestión sincrónica —cuya relevancia condicionamos en la Parte III a los resultados de la Parte IV— está justificada una vez evidenciada la pronunciada reducción de la carga informativa para los emisores en el MAB-EE, en comparación con los que son negociados públicamente en las Bolsas de Valores. Para responder la cuestión no vale el argumento simple según el cual a los inversores que colocan sus ahorros en acciones de emisores en el MAB-EE se les ahorra también el coste de cumplimiento con una normativa más estricta; toda la regulación de los mercados de valores descansa sobre la suposición legal de que tal coste es inferior a los beneficios al público inversor que la regulación de aquéllos proporciona.

Mucho más oportuna es la justificación del MAB-EE como la oferta de un punto de equilibrio en el *trade-off* entre protección y coste regulatorio de la inversión, distinto al de los mercados regulados. La cuestión sincrónica puede entonces reformularse, del modo en que la dejamos pendiente en la Parte III, esto es, si en el sistema creado los inversores percibirán la admisión a la negociación en el MAB-EE, como el acceso al estatus de carga regulatoria reducida que es, o si, en cambio, lo identificarán como uno cuyo mérito y consecuencias jurídicas son análogos a la cotización en un mercado regulado.

Para estimar la formación del juicio del mercado sobre la relación coste/calidad general de la regulación del MAB-EE es imprescindible tener en cuenta las características, como grupo, de los inversores que participarán en este mercado, porque, muy previsiblemente, éstas no van a ser iguales a las del conjunto de los inversores en Bolsa. En efecto, la experiencia del AIM hace previsible que el MAB-EE se convierta en un foro de contratación en el que el protagonismo corresponda a los inversores institucionales, en el sentido más amplio del término. En el AIM, la práctica totalidad de las ofertas de valores se realiza de forma privada, entre inversores institucionales. De hecho, en la breve historia del mercado, el peso de los inversores institucionales no ha dejado de crecer, de forma que en 2007, el 60% del total de las acciones negociadas en el AIM estaba en manos de inversores de este tipo. Incluso del conjunto minoritario de acciones de sociedades negociadas en el AIM que no están en el patrimonio de los inversores institucionales, sólo la mitad corresponden a los pequeños inversores que operan habitualmente en el mercado, el resto pertenece a sus directivos, empleados y miembros de la familia fundadora (30).

La raíz de la orientación del MAB-EE hacia los inversores más sofisticados procede también de su sistema de acceso al mercado que prescinde del folleto informativo de la LMV, a favor del «documento informativo» diseñado por el propio SMN. Como hemos visto, la mayor parte de las colocaciones previas a las salidas a la negociación en el MAB-EE utilizarán alguna de las vías para la oferta privada de valores, previstas en el art. 30 bis de la LMV, entre ellas, la colocación exclusiva entre inversores cualificados. Cuando este procedimiento se utiliza, las transmisiones sucesivas de las acciones deberían producirse exclusivamente entre inversores de este tipo o exigir una información adecuada a los inversores «insofisticados» que las adquieran (FERNÁNDEZ DE ARAOZ, 1999) (31).

Como es conocido, cuando de inversores institucionales se trata, la regulación de los mercados de valores tiende a aceptar un mayor grado de autotutela de su posición jurídica, confiando en su mayor conocimiento del funcionamiento del mercado y superior capacidad de análisis, en comparación con los inversores «ordinarios». De un mercado de fuerte orientación institucional como el MAB-EE cabe esperar cierta finura en la valoración del riesgo adicional que sus valores presentan como consecuencia, sobre todo, de los estándares de transparencia más laxos, lo que debería redundar en la protección de los inversores no cualificados que accedan al mercado.

Sin embargo, debe considerarse aquellas voces que se han alzado para negar que esta corrección valorativa del riesgo en los «mercados privados» se produzca y afirmar que la percepción del público inver-

sor de las acciones admitidas en ellos es análoga a la de los valores negociables admitidos en mercados «oficiales» (32). De constatarse la realidad de ese efecto, su enfoque desde la perspectiva del «interés público» dicta que la regulación —pública o privada— del mercado, debería asegurarse de que se envíe la información correcta a los potenciales participantes en el mercado. El objetivo del sistema a diseñar debería ser trasladar a los inversores el hecho de que la admisión —en nuestro caso en el MAB-EE— no es un acto jurídico equivalente a la cotización en una bolsa de valores, y que, por ello, los estándares a que



***El objetivo de los supervisores públicos, en este contexto de rivalidad entre foros de contratación de regulación ligera, es vigilar que los estándares normativos que adopten no degraden la confianza en los mercados de valores***

están sometidas las sociedades negociadas en el MAB-EE son más laxos que los de las entidades admitidas en las segundas. Aunque, como sistema multilateral de negociación el MAB está obligado a incluir en su reglamento aquellas reglas que aseguren «que los inversores puedan fundamentar sus decisiones» (art. 120.2 LMV), de momento no se ha creado ningún dispositivo informativo que permita a los inversores discernir con claridad las diferencias en los estándares de transparencia y gobierno corporativo de sus sociedades, con las cotizadas, en sentido estricto. Probablemente corresponda a la CNMV establecer mecanismos de información destinados a señalar permanentemente a los inversores la diferencia de soporte regulativo entre las acciones de las sociedades cotizadas en Bolsas de Valores y las admitidas en sistemas multilaterales de negociación.

La segunda cuestión que la reducción de la carga regulativa en el MAB-EE plantea es la de los efectos a lo largo del tiempo de la dinámica de competencia regulativa que su creación intensifica. Es inevitable que la oferta de un foro de negociación de regulación laxa como el MAB-EE cree una dinámica de arbitraje regulativo que provoque que determinados emisores que se hubieran planteado el acceso a las Bolsas de Valores —o que de hecho ya coticen en ellas— migren hacia el primero. El asunto crítico que el MAB-EE plantea, entonces, tiene que ver con las consecuencias de ese arbitraje regulativo sobre la intensidad de la protección a los inversores y, en concreto, si puede provocar una indeseable competición para reducir cada vez más los costes regulatorios y, con ellos, la gama y calidad de los dispositivos normativos concebidos para la atenuación de los costes de agencia de la inversión.

Como la rivalidad del nuevo foro de contratación con las Bolsas de Valores está muy suavizada por la inserción de ambos en el grupo de BME, la situación de competencia que planteamos es más probable que se establezca con más agresividad respecto a otros foros de negociación de rasgos similares al MAB-EE —como el propio AIM— autorizados por autoridades de otros estados miembros de la UE. Recuérdese que la realidad de los mercados financieros contemporáneos está caracterizada por la rivalidad entre los foros de contratación internacionales que compiten entre sí para atraer nuevos emisores e inversores. Las empresas en expansión españolas pueden optar por acudir a otros mercados organizados, situados, jurí-

dicamente, fuera de nuestras fronteras, si las condiciones ofrecidas les resultan más favorables que las suministradas por el MAB-EE (33).

Pero los efectos de esta hipotética «carrera hacia el fondo» en los estándares de protección de los mercados de valores europeos sólo pueden ser limitados. Aquellas Bolsas europeas que han sido reconocidas como mercados regulados no pueden reducir la información que han de poner a disposición de los inversores más allá de los mínimos marcados por las Directivas comunitarias. Siendo, por ello, su margen de maniobra tan estrecho en estos aspectos, parece más probable que recurran a otras variables de competencia, que no pongan en riesgo la distintiva intensidad de su regulación en tutela del inversor.

De esta forma, la dinámica de competencia futura tiene todos los visos de estratificarse en dos niveles: el de las Bolsas de Valores tradicionales y el de los mercados para emisores de reducida capitalización. Esta pauta de estratificación de los foros de negociación de valores no tiene por qué ser negativa; de hecho, se ha apuntado que probablemente es el sistema óptimo (34). El auge de los mercados de segundo estrato como el MAB-EE evidencia el desajuste de la regulación de las Bolsas de Valores tradicionales con las necesidades de las empresas de reducida capitalización, y un alto potencial de crecimiento. Además, un sistema en el que sólo hay dos estratos debería permitir la valoración de las ventajas e inconvenientes de cada uno de ellos, con menores costes de información que otro con un mayor número de aquéllos.

Entonces, la inquietud respecto a la dinámica de competencia regulativa ha de referirse sobre todo a la entablada entre los diferentes foros de contratación del estrato de regulación ligera. ¿Puede rivalizarse con éxito entre ellos a base de hacer adelgazar su ya magra carga regulativa? Es obvio que una respuesta a priori de esa cuestión sería bastante aventurada, no obstante, es posible formular dos juicios al respecto de la evolución en el tiempo de este proceso competitivo, que se refieren, respectivamente, al corto y al largo plazo. A corto plazo, el clima de desconfianza general en los mercados financieros y en particular hacia el riesgo de fraude (35), pueden ser un aliado imprevisto de las fuerzas que impulsan el mantenimiento de los estándares regulatorios, haciendo más atractivos para los inversores aquellos foros de contratación afamados, dentro de los de su estrato, por su exigencia a los emisores. En el largo plazo, no hay duda de que en un entorno competitivo, no podrán sobrevivir aquellos mercados cuya reputación sufra por los efectos negativos sobre los inversores de su deficiente autorregulación.

El objetivo de los supervisores públicos, en este contexto de rivalidad entre foros de contratación de regulación ligera, es vigilar que los estándares normativos que adopten no degraden la confianza en los mercados de valores. Para cumplirlo, su nuevo reto técnico es identificar los síntomas que revelen cuándo la autorregulación no garantiza la calidad del proceso de formación de los precios de los valores —antes de que se dañe directamente a la comunidad de inversores— e intervenir al respecto con la precisión necesaria para no poner en riesgo la ligereza de carga regulativa que permite a estos nuevos mercados ofrecer una alternativa a las Bolsas tradicionales.

## Notas

- (1) Copiando de éste el empleo de los denominados «Asesores Registrados» —*Nominated Advisors* o (NOMAD) en el AIM— como controladores del cumplimiento por los emisores de la legalidad del mercado.
- (2) Al tiempo de culminarse este trabajo, se presentaba el «documento informativo» con el que presenta su salida al MAB-EE, Zinkia, S.A., una productora audiovisual titular de los derechos de autor del popular personaje infantil «Pocoyó».
- (3) En concreto, Antevenio, S.A.
- (4) No obstante, la denominación «sociedad cotizada» queda reservada en la LMV a las admitidas en Bolsa.
- (5) Introducidos por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que transponía lo regulado al respecto en la Directiva 2004/39/CE.
- (6) En concreto, el MAB fue autorizado como SON en el último Consejo de Ministros de 2005, conforme al derogado art. 31.4 de la LMV.
- (7) No obstante, como quiera que en el momento de la aprobación del Reglamento de funcionamiento interno del MAB, éste estaba aún organizado como SON, su contenido se conformó con las normas generales de conducta que el Título VII de la LMV enuncia, en general, para «cuantas personas o entidades ejerzan, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores» y no con las específicas de los Sistemas Multilaterales de Negociación.
- (8) De hecho, el MAB-EE ha sido el último de los segmentos de contratación del MAB en ser creado. BME creó el MAB para facilitar la obligación de las SICAV de garantizar la liquidez de sus acciones, impuesta en la reforma del régimen de las

- Instituciones de Inversión Colectiva. No fue hasta el año 2008, cuando BME se decidió a impulsar el MAB como foro de contratación para empresas de reducida capitalización, valiéndose de su condición de SMN para ofrecer a éstas el marco normativo más ajustado a sus posibilidades.
- (9) Aunque, el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril (posteriormente desarrollado por Orden de 26 de septiembre), creó jurídico-públicamente el «segundo mercado», lo cierto es que desde 1982 existía un segundo mercado, no oficial, en la Bolsa de Barcelona.
- (10) Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de diciembre de 1999.
- (11) La denominada «Circular» es el vehículo del que se vale el MAB para ejercitar sus poderes de autorregulación.
- (12) *Vid.* R. H. KRAAKMAN, «Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls», *Yale Law Journal*, 93 (1984), págs. 857 y ss. Conviene recordar que lo que caracteriza a las personas con capacidad para actuar como *gatekeepers* de relaciones jurídicas ajenas es que ocupen una posición que les permite influir en el logro de los comportamientos y los resultados a que aspira el ordenamiento jurídico.
- (13) Que controlan la legalidad y autorizan los actos que permiten crear los valores negociables. Sobre el saludable efecto de la interacción entre estos dos controladores de nuestro tráfico mercantil; *vid.* C. PAZ-ARES, *El Sistema Notarial. Una aproximación económica*, Madrid, 1995, pág. 102.
- (14) La nota común a la lógica de incentivos que explica la confianza en el desempeño general del rol de todos ellos es la importancia estratégica de la adecuada gestión de su reputación individual para preservar su negocio. Al tratarse de «jugadores de repetición» (*repeat players*) su respaldo a la información suministrada por un cierto emisor se hará sobre la base del balance racional de los beneficios de esa operación individual, con los del resto de operaciones que esperen realizar en el futuro (si permiten la divulgación de información falsa, o de expectativas infladas, se exponen a una pérdida de credibilidad en el mercado que destruiría el valor de su nombre comercial, su principal activo) *Vid.* B. BLACK, «Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets», *UCLA Law Review*, 781 (2001), págs. 786 y ss.
- (15) Dada la orientación hacia lo regulatorio del trabajo, prescindiremos aquí del análisis de la cuantía del canon para el acceso y la permanencia en el mercado que han de satisfacer los emisores.
- (16) Aunque el contenido relevante del Reglamento de Bolsas ha sido derogado por la Disposición Derogatoria Única del citado Real Decreto 1310/2005, ha de tenerse en cuenta que, hasta que no se aprueben las nuevas reglas de admisión previstas en su Disposición Adicional 2.<sup>a</sup>, seguirá vigente el capítulo V del Reglamento —que contiene las reglas «clásicas» sobre admisión de valores en las Bolsas— en tanto no se ponga a lo dispuesto por aquél.
- (17) Calculada esta cantidad como el valor esperado de mercado, teniendo en cuenta, a ese propósito, el precio que hayan pagado los inversores en la oferta pública previa a la admisión, si hubiera existido dicha oferta.
- (18) Si no existiera oferta previa, también se activaría indirectamente el límite de dos millones de euros, al ser esa la cantidad mínima que deberá alcanzar el porcentaje de acciones en manos de socios con una participación inferior al 5% (*free float*).
- (19) Aunque, en principio, cualquier sociedad que alcance los citados dos millones de euros podrá acceder al MAB-EE, lo cierto es que aquellos costes menos flexibles —en relación con el tamaño de emisor— que las reglas de salida a este mercado implican, actuarán como un freno para las emisiones más pequeñas, de la misma manera que los requisitos de acceso a las Bolsas de Valores lo hacen con las emisiones de aquellas empresas que reúnen las condiciones de tamaño óptimas para acceder al MAB-EE. No es fácil señalar una cantidad concreta que determine un límite orientativo para el capital mínimo que en la práctica debería formarse para acceder al MAB-EE. Éste variará en cada caso, dependiendo de diferentes factores como las expectativas de la empresa, el sector en el que opera, o la estructura de su capital. Aunque algunos expertos se han atrevido a señalar la cifra de 10 millones de euros como la capitalización mínima para una compañía que considere esta opción, cuando se considera la experiencia internacional de los mercados análogos al MAB-EE, resulta dudoso que ese límite sea fiable. Téngase presente, por ejemplo, la experiencia del AIM: en él hay más de trescientas sociedades con una capitalización de mercado inferior a los 10 millones de libras, que representan casi el 30% de todas las compañías británicas admitidas en el mercado (aunque sólo «pesan» el 2% del total de su capitalización). Aunque se ha reconocido que la presencia de las acciones de estas sociedades —que tienden a ser bastante ilíquidas— no favorece la calidad general del mercado, para muchas compañías de este tamaño, el AIM se ha convertido en un instrumento de financiación muy útil, especialmente para aquellas que operan en el sector de la alta-tecnología, las cuales parecen estar encontrando en él, una buena respuesta a sus necesidades de capital en la fase crítica de su desarrollo.
- (20) Una mención específica merece la cuestión de la ratio de crecimiento del negocio porque, aunque éste submercado del MAB se dirige a empresas en expansión, no se ha previsto un requisito taxativo de crecimiento en las disposiciones que regulan el acceso a él. De esta manera, la decisión se toma ad hoc. Corresponde, sobre todo, al asesor registrado determinar si el negocio de la sociedad que pretende acceder será lo suficientemente atractivo para los inver-

sores. En cualquier caso —aunque no sea central en nuestro análisis de los costes diferenciales MAB-EE/Bolsas—, es útil recordar que en la *lex artis* de las salidas al mercado de valores existen algunos criterios aproximativos que deberían ser tenidos especialmente en cuenta en este contexto. El criterio básico es que la compañía que sea no sólo debe estar creciendo, sino que debe hacerlo a un ritmo creciente. Cuál sea ese ritmo, en concreto, depende de las circunstancias de cada caso, no obstante, como criterio todavía más laxo, suele considerarse que la tasa de crecimiento óptima debe estar por encima del 40% para compañías en el sector tecnológico y del 20 al 30% para las industriales y de servicios.

- (21) Y en más supuestos que éste: la Orden de 19 junio 1997 permite su excepción cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias: (i) que la entidad emisora, con independencia del plazo que haya transcurrido desde su constitución, y por sus perspectivas de negocio y financiera, justifique la obtención de beneficios en los ejercicios venideros; (ii) que la entidad emisora se haya constituido como consecuencia de una operación de fusión, escisión o aportación de rama de actividad; (iii) que se trate de un emisor que esté en proceso de reordenación o reestructuración económica o de privatización por una entidad pública.
- (22) Aunque este requisito podrá ser dispensado cuando, precisamente, las acciones vayan a distribuirse al público a través de una Bolsa de Valores y siempre que la CNMV considere que se realizará la distribución a corto plazo en la bolsa.
- (23) Que desarrolla los arts. 35 y 35 bis LMV.
- (24) Es cierto que el art. 35.2 LMV también exige a las sociedades cotizadas de la elaboración del informe del segundo semestre «cuando el informe financiero anual se haya hecho público en los dos meses siguientes a la finalización del ejercicio al que se refiere».
- (25) Es cierto que en la práctica serán pocas las sociedades admitidas al MAB-EE que cumplan con el requisito de tamaño del activo (dos millones ochocientos cincuenta mil euros, como máximo) previsto para poder formular tanto el balance abreviado y como el estado de cambios en el patrimonio neto abreviado, pero serán bastantes más la que no superen el previsto para las cuentas abreviadas de pérdidas y ganancias (once millones cuatrocientos mil euros) y que puedan, pues, ahorrarse los costes de su elaboración completa.
- (26) En concreto, el apartado segundo de la Circular MAB 1/2008 establece que cuando las sociedades emisoras se hayan constituido en un país del Espacio Económico Europeo, podrán optar entre los estándares NIIF, o por los propios de su contabilidad nacional, mientras que cuando se trate de sociedades constituidas fuera del territorio EEE, la opción será entre los NIIF y los de la contabilidad estadounidense (US GAAP).
- (27) En relación con las operaciones con acciones propias, deben valorarse las consecuencias de la regla específica del MAB (Circular MAB 1/2008, apartado segundo) que establece, para el caso de que la sociedad que pretenda incorporarse tenga una antigüedad inferior a dos años, que los accionistas de referencia deberán comprometerse a no vender acciones, ni realizar operaciones equivalentes a ventas de acciones, dentro del año siguiente a la incorporación de la sociedad al mercado.
- (28) Los deberes de pasividad ante la oferta son, en sustancia, obligaciones de sus administradores, antes que de las propias corporaciones opadas.
- (29) En realidad, en cuanto a las obligaciones de emisor, la única novedad que aportó la creación del Nuevo Mercado fue la relajación de las condiciones para la dispensa del requisito de beneficios exigido en el art. 32 del Reglamento de las Bolsas de Comercio. Este precepto faculta al Ministro de Economía y Hacienda para modificar los requisitos mínimos de admisión a negociación y establecer otros, en función de las variaciones del volumen de valores admitidos a negociación y demás circunstancias que lo aconsejen. En virtud de esta habilitación, la Orden de 22 de diciembre de 1999 [que modificó lo dispuesto en la letra a) del número primero de la Orden de 19 de junio de 1997], permitió la dispensa del requisito de obtención de beneficios, «cuando la sociedad emisora informe específicamente a la CNMV sobre las perspectivas financieras y de negocio de la entidad, y sobre las consecuencias que, a su juicio, tendrán sobre la evolución de sus resultados en los ejercicios venideros».
- (30) Cuando el MAB-EE y el AIM se analizan desde la perspectiva de los inversores que en ellos van a actuar, o actúan, se hace evidente que los mercados de este tipo son la manifestación en el ámbito europeo de los mercados privados que como el *GSTrUE* o el *Open Platform for Unregistered Securities* han proliferado en los Estados Unidos.
- (31) En cualquier caso, éste es uno de los aspectos menos claros de los cimientos jurídicos sobre los que se ha creado el MAB-EE, puesto que en nuestro ordenamiento no existe una regla análoga a la *Securities Act Rule 144*, 17 C.F.R. § 230. 144, que permite la reventa a inversores no cualificados de valores colocados entre inversores cualificados en una oferta privada, tras un período mínimo de tenencia en el patrimonio del primer adquirente. La sustantividad e implicaciones más allá del MAB-EE de esta cuestión hacen que su adecuado tratamiento requiera de un trabajo de investigación específicamente referido a ella.
- (32) Con carácter general, se hace así visible que la confianza en la capacidad del MAB-EE para formar adecuadamente los precios de los valores negociados en él descansa, a su vez, en la confianza en los efectos disciplinantes de la interacción entre asesores registrados e inversores cualificados.

- (33) Más allá del interés jurídico de esta situación de competencia, la situación creada es intelectualmente interesante en términos de predicción del futuro del negocio. ¿Podrá el MAB-EE resistir la competencia de los foros de negociación análogos promovidos por las grandes Bolsas internacionales? Como es sabido, el buen funcionamiento de un mercado de valores depende, en buena medida, de que el número y volumen de las operaciones que albergue proporcione la mejor liquidez posible a los valores emitidos. El tamaño general de la base inversora puede ser una ventaja y, por ello, de entrada, los mercados con los que el MAB-EE ha de competir —sobre todo el AIM— le llevan en este aspecto una distancia considerable. Sin embargo, cuando de empresas españolas se trata, el MAB-EE cuenta con la ventaja del sesgo favorable a la inversión en valores de la misma nacionalidad, que caracteriza el comportamiento de los inversores en mercados de valores, y que reduce la masa de inversores esperable en mercados internacionales para las empresas en expansión españolas. De hecho, probablemente este sesgo es la explicación del reducido atractivo que ha tenido hasta ahora el acceso a los mercados foráneos para empresas de reducida capitalización. Por supuesto, existen elementos exógenos que pueden ser también importantes al respecto. Entre ellos, el factor fiscal es uno de los más determinantes. No puede, por ello, obviarse que, a diferencia de lo que ocurre en los mercados internacionales con los que el MAB va a competir, a día de hoy, la inversión en emisores de su segmento de empresas en expansión carece de un tratamiento fiscal específico en nuestro Derecho.
- (34) Vid. L. ZINGALES, *The Future of Securities Regulation* Fondazione Eni Enrico Mattei, Working Paper No. 7. 2009, pág. 32. <http://ssrn.com/abstract=1319648>.
- (35) Sobre todo por los casos Madoff y Stanford.