

MAB: Mercado Alternativo Bursátil

Un mercado para valores que requieren un tratamiento singularizado

Antonio Giralt Serra

Presidente del Mercado Alternativo Bursátil

I. INTRODUCCIÓN

La transparencia es el elemento central de buena parte de las normativas más recientes, tanto en el ámbito comunitario como en el español. El impulso permanente de la transparencia, como herramienta para reforzar la confianza de los inversores, ha inspirado la tarea de reguladores, supervisores y gestores de los mercados de valores, en especial desde la crisis de credibilidad que caracterizó el principio de esta década. El inversor identifica la Bolsa como el mercado donde la exigencia de transparencia es máxima y las empresas que cotizan en él deben asumir el coste implícito en la nueva regulación, aceptando un mayor esfuerzo humano y económico a cambio de acceder a una importante vía de financiación, liquidez y valoración de sus acciones. El nivel de transparencia exigido por el mercado bursátil supone también la adaptación de la propia estructura de gestión de la compañía y necesita de un cambio profundo en la mentalidad de los accionistas de referencia, que en

general, implica transformaciones en los órganos de gobierno de la empresa y sus formas de actuación.

Todo ello ayuda a que el mercado sea más sólido y fiable pero, a la vez, complica notablemente el acceso a la Bolsa de empresas que no cuentan con suficiente estructura y capacidad económica y organizativa. Es decir, los altos niveles de transparencia establecidos para la cotización en Bolsa pueden generar un efecto expulsión indeseado sobre pequeñas y medianas empresas, que encuentran dificultades para cumplir adecuadamente una normativa que está diseñada más bien para compañías grandes, de muy amplio accionariado y tradición bursátil.

Otros países europeos que han experimentado una situación similar han intentado atender las necesidades de financiación de las compañías de pequeño tamaño o reducida capitalización mediante la creación de mercados específicos, paralelos al primer mercado, cuya regulación es más flexible y

está más adaptada a las posibilidades de estas empresas. En este sentido, cabe recordar algunas experiencias como es el caso del londinense AIM, que lleva funcionando desde mediados de los años noventa, y el más reciente de Alternext creado por Euronext.

De igual modo, determinados productos de inversión, que pueden o no tener un aspecto societario, encuentran en la Bolsa un entorno de negociación cada vez menos adecuado a sus necesidades, pues las nuevas exigencias normativas elevan sus costes de información sin aportar a cambio una mayor transparencia efectiva, dadas sus particulares características regulatorias.

En este sentido, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, que entró en vigor en febrero de 2004, tiene como uno de sus objetivos básicos el reforzamiento de la protección a los inversores e introduce una serie de requerimientos de plena aplicación a diversos productos de inversión colectiva y, en particular, a las Sociedades de Inversión de Capital Variable (en adelante, SICAV). Un doble ámbito se define en esta tarea; de un lado, el fortalecimiento de las normas de conducta para prevenir conflictos de interés, y, de otro, una obligación de transparencia lo más amplia posible.

Por ello, en dicha Ley se establece un régimen exhaustivo de información para las SICAV. Este régimen, específico para este tipo de instituciones de inversión colectiva y en esencia coincidente con el de los fondos de inversión, implica un nivel de exigencia equiparable al que deben cumplir las sociedades cotizadas en Bolsa, si bien la presentación de la información es diferente en su forma. Cabe subrayar que no impone a estas entidades el cumplimiento de exigencias de gobierno corporativo que no les son propias, pues su condición de sociedades anónimas se refiere a un objeto social único y coincidente en todas ellas, que es la gestión e inversión de los fondos captados. Las SICAV, en concreto, deben registrarse en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y difundir entre los accionistas y potenciales inversores, a través de documentos impresos y medios telemáticos, la misma información que los fondos de inversión: folleto completo y simplificado; informe anual, cuentas anuales e informe de gestión; informe trimestral y

semestral; hechos relevantes y participaciones significativas; y el valor liquidativo diario.

Por otra parte, se prevé un régimen especial para la transmisión de las acciones al valor liquidativo, a solicitud de cualquier interesado, y un procedimiento para dar liquidez a las acciones. En la normativa anterior a la nueva Ley, la negociación en Bolsa de las acciones de las SICAV era una condición necesaria para que pudieran quedar englobadas en el ámbito de la inversión colectiva y recibir el tratamiento fiscal de este tipo de inversión. La nueva Ley deja de exigirles la cotización en Bolsa, que queda como una opción para la negociación de sus acciones, y remite al Reglamento, que en desarrollo de dicha Ley entró en vigor en noviembre de 2005, el establecimiento de procedimientos alternativos de liquidez.

Las distintas alternativas que establece el citado Reglamento para que una SICAV dote de liquidez a sus acciones son las siguientes:

- Negociar las acciones en la Bolsa de Valores.
- Negociar las acciones en un SON (Sistema Organizado de Negociación).
- Seguir un régimen análogo a las suscripciones y reembolsos de las participaciones de los Fondos de Inversión.

Otras obligaciones legales vigentes para las SICAV son el mantenimiento de un Libro Registro de Accionistas, dado el carácter nominativo previsto para sus acciones, y la designación de una entidad encargada del Registro contable de las Anotaciones en Cuenta, puesto que ésta es la fórmula de representación de sus acciones elegida por las SICAV.

II. PLANTEAMIENTO DEL MERCADO

Nos encontramos, por tanto, ante sociedades que emiten valores cuya negociación y posterior liquidación, compensación y registro precisan de un tratamiento singularizado, dadas sus especiales características. Lo mismo puede decirse de la información que presentan a los organismos supervisores y a los inversores en general. En unos casos se

trata de compañías de reducida capitalización, cuyas acciones se ven afectadas potencialmente por problemas de falta de liquidez y escasa visibilidad entre el público inversor, lo cual resta eficacia al mecanismo de financiación y fijación de precios que ofrecen las Bolsas. En otros casos, sus características son coincidentes con las de otras Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) y no con las de las acciones habitualmente cotizadas en Bolsa. Entre estos últimos, pueden considerarse las SICAV y otros valores o instrumentos emitidos por otras IIC.

Ante la nueva situación y habida cuenta de la experiencia acumulada por las Bolsas españolas e Iberclear en la organización de mecanismos de contratación y liquidación y actividades anexas a los mismos, el Grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME), en el que se integran las anteriores sociedades, ha considerado del máximo interés poder ofrecer un entorno adecuado de liquidez, servicios de “back-office” y difusión de información al conjunto de valores mencionados en el párrafo anterior, siendo las SICAV los primeros usuarios. La fórmula óptima para poder hacerlo ha sido la creación de un Sistema Organizado de Negociación (SON), denominado Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y que, al amparo del art. 31.4 de la Ley del Mercado de Valores, a propuesta de la CNMV, fue autorizado por el Gobierno con fecha 30 de diciembre de 2005. En este Mercado, pueden negociarse estos valores mediante un sistema de contratación específico, adaptado a los mismos y sin interferir en las reglas establecidas para otros valores de amplia tradición bursátil, que precisan de un tratamiento diferente. Lo mismo cabe decir de los procesos de liquidación y registro, los servicios anexas a estos y los procedimientos de difusión de información.

En principio, el Mercado contará con dos segmentos: uno para valores emitidos por las IIC, que se puso en marcha el pasado mes de mayo con las acciones de las SICAV, y otro para valores emitidos por entidades de reducida capitalización y que actualmente se halla en fase de estudio y cuyo objetivo es el de proporcionar un procedimiento de liquidez para sus acciones, una mayor visibilidad y una alternativa de financiación para sus proyectos, con unos costes más reducidos y unos requisitos más flexibles que los exigidos por la cotización bursátil. No obstante, se podrían organizar otros segmentos en

la medida en que se identificasen otros valores e instrumentos que, por sus especiales características, requiriesen un régimen singularizado.

En los apartados siguientes se desarrollan los aspectos comunes a los dos segmentos mencionados y aspectos específicos del segmento destinado a las acciones emitidas por las SICAV y que ya está funcionando.

III. DEFINICIÓN DEL MERCADO

El Mercado Alternativo Bursátil es un Sistema Organizado de Negociación autorizado por el Gobierno y regulado por lo previsto en el art. 31.4 de la vigente Ley del Mercado de Valores.

El objetivo básico de este Mercado es ofrecer un sistema organizado de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones que se efectúen sobre:

- Valores e instrumentos emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización.
- Otros valores e instrumentos que, por sus especiales características, requieran un régimen singularizado.
- Acciones y otros valores de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC).

Lo que caracteriza a los sistemas organizados de negociación frente a los mercados secundarios oficiales es su mayor capacidad de autorregulación; no obstante, estos sistemas han de respetar determinados principios fundamentales establecidos en la Ley del Mercado de Valores, como la adecuada protección del inversor y un grado suficiente de transparencia, si bien a través de mecanismos diferentes y alternativos a los previstos para los mercados secundarios oficiales. Tanto el Mercado como sus Miembros están sujetos a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que es una entidad de derecho público, con personalidad jurídica propia, que tiene por objeto principal la regulación, supervisión e inspección del mercado de valores y de la actividad de todas las personas físicas y jurídicas que intervienen en él.

IV. ESTRUCTURA Y ORGANIZACIÓN DEL MERCADO

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) se organiza en torno a una única estructura común para sus diferentes segmentos, desarrollando algunas especialidades en su normativa de detalle para atender las necesidades de uno u otro.

La premisa básica seguida en el diseño de este Mercado ha sido aprovechar en lo posible el mismo ámbito operativo y de estructura de las Bolsas españolas, adaptando los procedimientos de incorporación de valores al Mercado a las características particulares de cada tipo de emisores y facilitando la disponibilidad y difusión de la oportuna información sobre los mismos.

La organización general del Mercado se basa en la siguiente estructura:

- El Mercado está gestionado por una **Sociedad Rectora**, que fue constituida el pasado día 21 de febrero. Esta Sociedad Rectora forma parte del Grupo BME, que garantiza la solvencia financiera necesaria para el normal funcionamiento del mercado, aportando los recursos precisos, tanto en el ámbito financiero como en el material o tecnológico.
- La dirección y gestión del Mercado descansa en el **Consejo de Administración**, que fija las líneas generales a que se ajusta la estrategia y desenvolvimiento del Mercado, que se corresponden con las normas generales de estructuración y desarrollo de los mercados españoles de valores. El Consejo de Administración está integrado por un representante designado por cada una de las Bolsas españolas.
- El **Comité de Coordinación e Incorporaciones**, integrado por expertos de las Bolsas españolas, pero con una composición abierta a la participación de representantes de otras instituciones relevantes para el desarrollo del Mercado, tiene como funciones principales proponer los criterios aplicables para seleccionar los valores susceptibles de ser incorporados al Mercado, trasladar al Consejo las propuestas de incorporación y proponer las iniciativas y servicios que puedan contribuir a satisfacer las demandas de los participantes en el Mercado.

- La **Comisión de Supervisión** es el órgano encargado de la inspección y supervisión del funcionamiento del Mercado, y está integrada por personas de reconocida competencia y experiencia en el mercado de valores.
- Al **Director Gerente** corresponde la gestión diaria del Mercado y la ejecución de las directrices generales establecidas por el Consejo de Administración, que es el órgano que lo designa.

V. FUNCIONAMIENTO DEL MERCADO

Miembros y Entidades participantes

Son miembros de este Mercado los actuales miembros de las Bolsas de valores españolas (Sociedades de Valores, Agencias de Valores y Entidades de Crédito) que hayan solicitado adquirir la condición de Miembro del Mercado y hayan sido admitidos en el mismo.

Además, para el segmento de las SICAV existe la figura de las Entidades participantes que son las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) y las propias SICAV autogestionadas, que tienen su actuación en el mercado limitada a las operaciones a valor liquidativo para las acciones de aquellas SICAV que gestionen, si bien el Mercado también contempla la figura del Miembro Compensador para aquellas Entidades participantes que no quieran intervenir directamente en el Mercado.

Valores negociables

Pueden negociarse en el Mercado aquellas acciones y otros valores de las IIC, así como los valores e instrumentos financieros emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización y otros que reúnan características singulares que los hagan idóneos para incorporarse al MAB.

Las SICAV son Sociedades de Inversión de Capital Variable, tienen personalidad jurídica propia y están sometidas a la Ley de Sociedades Anónimas. Sus accionistas tienen poder de decisión sobre su política de inversión. En cuanto a los requisitos

para su constitución, se necesita un capital mínimo de 2,4 millones de euros y, al menos, 100 accionistas. Como ya se ha señalado anteriormente, se trata, en definitiva, de sociedades anónimas que emiten acciones cuya negociación y posterior liquidación, compensación y registro, precisan de un tratamiento singularizado, no coincidente con el tratamiento de las acciones habitualmente cotizadas en Bolsa.

Las acciones emitidas por las SICAV, para incorporarse al MAB, habrán de cumplir los siguientes requisitos:

1. La SICAV debe encontrarse registrada en la CNMV y haber presentado en dicho organismo toda la documentación informativa necesaria.
2. Alternativamente, podrán incorporarse al mercado aquellas SICAV que ya estén admitidas a cotización en Bolsa. En la actualidad existen más de 3.000 SICAV cotizadas en las Bolsas españolas.
3. Haber designado como entidad encargada del registro contable de las anotaciones en cuenta a Iberclear o a alguno de los Servicios de Compensación y Liquidación de las Bolsas de Barcelona, Bilbao o Valencia.
4. Haber informado a Iberclear de la entidad que se ocupará de la llevanza del Libro Registro de Accionistas.
5. Remitir en su solicitud de incorporación el compromiso de enviar al Mercado la información relevante que pueda afectar a la cotización de sus acciones.

Contratación

El sistema de contratación es el mismo que soporta el Sistema de Interconexión Bursátil de las Bolsas españolas (S.I.B.E.). Ello supone la existencia de un libro centralizado de órdenes que se cruzan electrónicamente, con utilización de la modalidad "fixing", que se ha diseñado para atender las necesidades de valores de baja liquidez y capitalización. Esta modalidad de contratación se complementa y convive con otra denominada "módulo de comunicación de operaciones a valor liquidativo".

La modalidad de negociación "fixing" o de fijación de precios únicos permite a los miembros introducir en el sistema órdenes limitadas por lo mejor o de mercado. En este caso, es la libre confluencia de la oferta y la demanda la que determina el precio de negociación a través de dos subastas al día, a las 12 y a las 16 h.

La modalidad de operaciones a valor liquidativo garantiza la posibilidad de comprar o vender al valor liquidativo de la sesión en que se introduzcan las órdenes en el sistema. Este valor liquidativo es informado por la sociedad gestora correspondiente para cada SICAV. En esta modalidad, la propia SICAV garantiza la compra y venta de acciones a cada orden que se introduzca, ofreciendo la contrapartida necesaria y, por tanto, las órdenes se introducen sin indicar precio, siendo atendidas al valor liquidativo por la propia SICAV. A diferencia de la modalidad anterior, aquí no se configura un libro de órdenes. Por el contrario, los miembros del MAB introducen posiciones (órdenes) que quedan en espera de un precio (valor liquidativo) al cual se cruzarán todas las operaciones. Este sistema constituye un importante instrumento que permite dotar de liquidez a la inversión en estas sociedades.

Liquidación

Los procedimientos de liquidación y compensación se llevan a cabo por Iberclear, aplicando, con las menores diferencias posibles, el sistema que se sigue actualmente para valores de renta variable cotizados en Bolsa. En tanto la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva no establezca una regla especial, los plazos de liquidación de operaciones son también los mismos que los señalados para los valores cotizados en Bolsa (D + 3).

El registro de anotación en cuenta de los valores negociados en el MAB se actualiza a partir de las instrucciones remitidas por Iberclear como consecuencia de la liquidación de las operaciones de compra-venta o de la comunicación de otros cambios de titularidad. La llevanza del registro puede efectuarse alternativamente por Iberclear o por los servicios existentes al efecto en las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia, garantizándose la adecuada coordinación entre los registros actuantes.

Difusión de información pública

El Mercado asegura la adecuada difusión, tanto de la información relativa a las operaciones que en él se realicen, como de las entidades emisoras de las acciones u otros valores e instrumentos financieros que puedan incorporarse al mismo.

En el segmento de valores de IIC, la incorporación inicial de acciones emitidas por SICAV obliga a poner a disposición del Mercado la información que las correspondientes emisoras deben facilitar a la CNMV para su registro. A partir de su incorporación, la SICAV o, en su caso, la SGIC que la gestione envía al Mercado la información establecida por la normativa que regula las Instituciones de Inversión Colectiva.

El Mercado difunde todos los días en que se celebre sesión los datos más significativos de las acciones u otros valores e instrumentos financieros a él incorporados, a través de su web*, donde también se puede consultar todo lo relativo a la organización, funcionamiento, normativa, tarifas, etc., del Mercado.

Tarifas

Toda la oferta de servicios que incluye el MAB resuelve gran parte de las complicaciones administrativas y legales que implica la nueva regulación para las SICAV, con unos costes que se reducen en

más de un 50% con respecto a los costes del mercado bursátil.

VI. EL FUTURO DEL MERCADO

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) ha iniciado su andadura con las acciones de las SICAV. Sin embargo y como ya se ha comentado, se extenderá en el futuro a otros valores que también requieren por sus especiales características un tratamiento singularizado. En concreto, se trata de compañías de reducida capitalización y que hasta ahora no se han planteado cotizar en el mercado bursátil por los costes y los requisitos que exige estar presentes en él.

En definitiva, se trata de un reto complejo, en el que quizá se tarde en recoger los frutos, pero, como subraya el acuerdo del Consejo de Ministros, por el que autorizó la creación del Mercado Alternativo Bursátil, "con la presente iniciativa se posibilita el que las pequeñas y medianas empresas puedan acceder a la financiación bursátil, si bien no a través del primer mercado de las Bolsas de valores, que conlleva unas cargas económicas y organizativas que normalmente exceden de las posibilidades de las PYMES, sino a través de un sistema de negociación específico, de regulación más flexible y adaptado en mayor medida a las necesidades de estas empresas. Iniciativas similares han sido desarrolladas en otros Estados Miembros de la Unión Europea, dado que esta problemática es común a todos ellos".

* www.bolsasymercados.es/mab