

De la mano de BME nace el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) que dota de transparencia y liquidez a las SICAV y deja abierta la puerta a nuevos productos en el futuro

# **EL MAB:** UN MERCADO DIFERENTE



En números anteriores de esta revista ya hemos hablado de la gestación del nuevo Mercado Alternativo Bursátil (MAB) en el seno de BME. Su nacimiento surge como consecuencia de determinados cambios legales que generan la oportunidad y la necesidad de una respuesta adecuada desde el mercado. Superados la práctica totalidad de los requisitos legales necesarios para su puesta en marcha y tras las adaptaciones técnicas y operativas oportunas, es el momento de que el proyecto arranque. Este artículo presenta un resumen del modelo de mercado vigente para el MAB ([www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es)) y las opiniones de aquellos que serán los responsables de dirigir este nuevo segmento de mercado en sus inicios: Antonio Giralt, presidente, y Jesús González, vicepresidente y director gerente. El MAB no sólo resuelve en la práctica algunos problemas que el nuevo marco legal generaba a las SICAV en términos de transparencia y liquidez, sino que además lo hace a un coste reducido y confiere a BME la posibilidad de ampliar el espectro de su oferta de productos y servicios en función de las nuevas demandas del mercado.

Redacción BME

Con la nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva<sup>1</sup>, que entró en vigor en febrero de 2004, se dejó de exigir a las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) su cotización en Bolsa, que queda como una opción para la negociación de sus acciones, y remite al Reglamento<sup>2</sup> el establecimiento de procedimientos alternativos de liquidez.

En este contexto, el grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME) ha intentado dar respuesta a esta nueva situación con el diseño e implementación de un nuevo sistema de negociación, compensación y liquidación que se adecue no solo a estas

SICAV sino también a valores de pequeña y mediana capitalización. En concreto, BME se encuentra ante sociedades anónimas que emiten acciones cuya negociación y posterior liquidación, compensación y registro precisan de un tratamiento singularizado, dadas sus especiales características, coincidentes con las de otras Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) y no con las de las acciones habitualmente cotizadas en Bolsa. Ante la nueva situación BME consideró del máximo interés poder ofrecer un entorno adecuado de liquidez, servicios de “back-office” y difusión de información para las mencio-

nadas SICAV. La fórmula óptima para poder hacerlo ha sido la creación de un Sistema Organizado de Negociación<sup>3</sup> (SON) denominado Mercado Alternativo Bursátil (MAB) que, al amparo del art. 31.4 de la Ley de Mercado de Valores, fue autorizado por el Gobierno en diciembre pasado<sup>4</sup>. Como ya se ha mencionado, el objetivo básico de este Sistema denominado MAB es ofrecer un sistema organizado de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones que se efectúen sobre acciones y otros valores de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), sobre valores e instrumentos emitidos o referidos

## En el MAB las acciones de SICAV se pueden negociar en la modalidad de fijación de precios únicos o fixing y en la modalidad “Valor Liquidativo”

a entidades de reducida capitalización y sobre otros valores e instrumentos que por

sus especiales características siguieran un régimen singularizado. El modelo de mercado definido, que es al que se hace referencia en este artículo, no aborda el entorno de los valores de mediana y pequeña capitalización ni otros valores dedicándose, exclusivamente, a las **SICAV**.

La plataforma electrónica sobre la que girará la negociación en el MAB es SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil Español).

### PRODUCTOS QUE SE VAN A NEGOCIAR INICIALMENTE EN EL MAB: ACCIONES DE SICAV

Las SICAV son Sociedades de Inversión de Capital Variable, que 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 constituir una SICAV, se necesita un capital mínimo de 2,4 millones de euros y al menos 100 socios. 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 MAB aquellas SICAV que ya estén admitidas a cotización en Bolsa. 3. Haber designado como entidad encargada del registro a Iberclear o a alguno de los Servicios de Compensación y Liquidación de las Bolsas de Barcelona, Bilbao o Valen-

cia, que habrán de contar con los adecuados sistemas de comunicación con

Iberclear. 4. Haber informado a Iberclear de la entidad que se ocupará de la llevanza del Libro de 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.

En cuanto a los tipos de SICAV que cotizarán en el MAB, y solamente a efectos de que se entienda su funcionamiento, podemos distinguir aquellas SICAV que comunican su valor liquidativo en D+1<sup>5</sup>, es decir un día después, y que denominaremos SICAV Estándar y aquellas SICAV que comunican su valor liquidativo en fechas posteriores a D+1, dos o 3 días después (D+2 ó D+3) y a las que denominaremos SICAV no Estándar. Las SICAV Estándar son aquellas cuyo funcionamiento específico aparece detallado más adelante en el apartado denominado Modalidad “Valor liquidativo” bajo el subapartado denominado SICAV Estándar.

Las SICAV no Estándar realizan la comunicación de su valor liquidativo con posterioridad a D+1<sup>6</sup>. Su funcionamiento específico dentro del MAB aparece en el apartado denominado Modalidad “Valor liquidativo” bajo los subapartados denominados SICAV no Estándar 2 y SICAV no Estándar 3.

### MODALIDADES DE NEGOCIACIÓN DEL MERCADO Y HORARIOS

Este mercado tiene básicamente dos modalidades de negociación, que son complementarias aunque los principios, normas, horarios y agentes que intervienen en ambas son distintos. Además de lo que se comenta a continuación para las SICAV Estándar existen diferentes posibilidades en el proceso de negociación que dependen básicamente de la situación del valor y la recepción o no del valor liquida-

tivo. Estas alternativas pueden encontrarse en el anexo de la versión oficial del modelo de mercado que puede consultarse en [www.bolsasymercados.es](http://www.bolsasymercados.es).

### MODALIDAD DE NEGOCIACIÓN MEDIANTE FIJACIÓN DE PRECIOS ÚNICOS O “FIXING”.

Permite a los agentes 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. Las reglas de fijación del precio de equilibrio de estas subastas se especificarán más adelante<sup>7</sup>. Este sistema garantiza una fijación de precios eficiente sin necesidad de esperar la recepción del valor liquidativo.

Para la contratación en esta modalidad se va configurando un libro de órdenes y el sistema se basa en subastas. Las subastas son periodos en los que se introducen, modifican y cancelan órdenes pero no se ejecutan negociaciones hasta el final de dicha subasta. Durante este periodo, y en tiempo real, se calcula un precio de equilibrio en función de la oferta y la demanda produciéndose las negociaciones al final de la subasta al último precio de equilibrio calculado (asignación de títulos).

En concreto, en esta modalidad, se realizan dos subastas. Una subasta de apertura que va desde el comienzo de la sesión (8:30h.) hasta las 12h. (con un cierre aleatorio de 30 segundos). Y, en segundo lugar, una subasta de cierre que se extiende desde el final de la asignación de la primera subasta hasta las 16h. (con un cierre aleatorio de 30 segundos). La subasta de cierre no asignará (no realizará cruce de operaciones) si en ese día no ha sido informado el valor liquidativo de esa SICAV<sup>8</sup> (ver subapartado Modalidad “Valor Liquidativo” más adelante).

Durante cada subasta, los participantes del mercado reciben información del precio de la subasta, y si éste existiese de los volúmenes (y número de órdenes) asociados a ese precio a la compra y a la venta.

## Para saber más de las SICAV

Son Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) las instituciones de inversión colectiva que adoptan la forma de sociedad anónima, y cuyo objeto social es la captación de fondos o bienes para gestionarlos e invertirlos, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos. Los ahorradores que aportan su dinero se convierten en accionistas. Las SICAV pueden autogestionarse o encargar su gestión a una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva (SGIIC).

Al igual que los fondos de inversión, las SICAV también pueden tener compartimentos con distintas políticas de inversión y emitir diferentes series de acciones con su propio régimen de comisiones. Suelen considerarse un vehículo de inversión de banca privada, es decir, orientadas a grandes patrimonios. Las acciones de las SICAV pueden negociarse en bolsas de valores o se puede invertir en ellas mediante un procedimiento similar a la suscripción y reembolso de fondos de inversión.

El capital mínimo exigido para la constitución de las SICAV es de 2.400.000 euros y debe ser mantenido mientras la sociedad figura inscrita. En el caso de SICAV por compartimentos, cada uno de los compartimentos debe tener un capital mínimo de 480.000 euros, sin que en ningún caso el capital total mínimo sea inferior a 2.400.000 euros.

El número de accionistas de una sociedad de inversión no será inferior a 100. En el caso de sociedades de inversión por compartimentos, el número mínimo de accionistas por compartimentos no podrá ser inferior a 20, sin que en ningún caso el número total de accionistas sea inferior a 100.

Las Sociedades de Inversión de Capital Variable reguladas por la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, tributarán al tipo del 1 por 100, según el texto refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades, siempre que el número de accionistas requerido sea como mínimo el previsto por la Ley.

Las Sociedades de Inversión Mobiliaria (SIM) de capital fijo deberán transformarse en SICAV, adaptando sus Estatutos y su actividad a lo dispuesto en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Si no existiese precio de equilibrio, se mostraría el mejor precio de compra y de venta con volúmenes (y número de órdenes) asociados. La profundidad del libro de órdenes no es pública en esta modalidad. Cuando existe el precio de equilibrio, y una vez finalizada la asignación de títulos, los miembros reciben información de la ejecución total o parcial de sus órdenes. Todas las órdenes no ejecutadas en la asignación de títulos, permanecerán en el libro de órdenes. Después de la asignación de

títulos (cruce de operaciones al último precio de equilibrio), el mercado es informado del precio de negociación, volumen negociado, hora de cada negociación, y de la identidad de los miembros contratantes.

Las órdenes para las SICAV tendrán como plazo de validez único el día. Las órdenes válidas por un día tienen una validez hasta el fin de la sesión en curso, es decir, en caso de no negociarse en el transcurso de la sesión, la orden o el resto no negociado se elimina automáticamente después del cie-

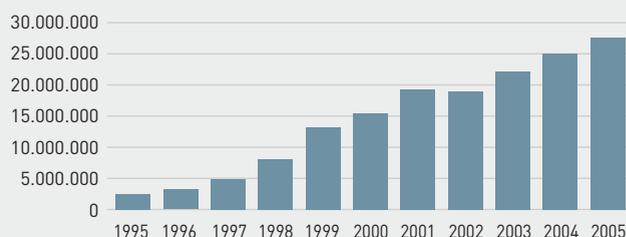
rre definitivo del mercado.

Durante el periodo de subastas, rigen las normas de fijación del precio de equilibrio, que se detallan más adelante cuando hablemos de las reglas de fijación del precio de equilibrio en las subastas.

### MODALIDAD "VALOR LIQUIDATIVO"

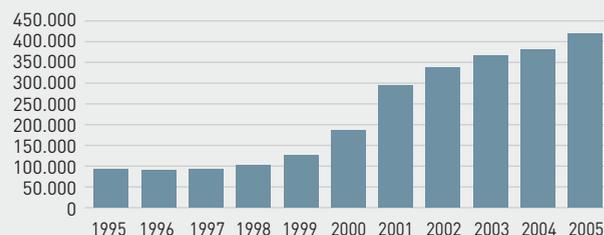
Garantiza a los agentes la posibilidad de comprar o vender al valor liquidativo de la sesión en que se introduzcan en el sistema las órdenes. Este valor liquidativo es

### PATRIMONIO DE LAS SOCIEDADES DE INVERSION MOBILIARIA DE CAPITAL VARIABLE (SICAV)\* 1995 - 2005



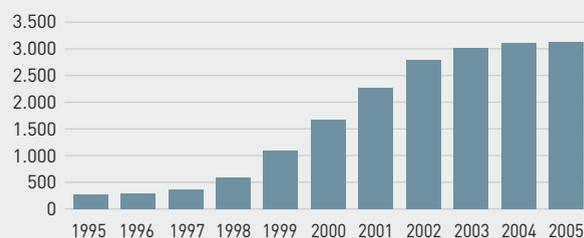
\* Incluye también las SIM. Fuente: CNMV. Datos en miles de euros

### ACCIONISTAS DE LAS SOCIEDADES DE INVERSION MOBILIARIA DE CAPITAL VARIABLE (SICAV) 1995 - 2005



\* Incluye también las SIM. Fuente: CNMV

### NÚMERO DE SOCIEDADES DE INVERSION MOBILIARIA DE CAPITAL VARIABLE (SICAV) 1995 - 2005



\* Incluye también las SIM. Fuente: CNMV

**DIAGRAMA 1.**

**Ejemplo de un ciclo completo y único\* para la SICAV Estándar "S1971" en la Modalidad "Valor Liquidativo"**

informado por la Sociedad Gestora correspondiente para cada SICAV. En esta modalidad, la propia SICAV garantiza con carácter general y legal 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. Este sistema constituye un importante instrumento que permite dotar de liquidez la inversión en estas sociedades. Además, incorpora la posibilidad de que tanto la gestora como la propia SICAV apliquen sobre el valor liquidativo las comisiones y descuentos que tengan establecidos<sup>10</sup>. Igualmente garantiza al inversor la imposibilidad de que algún interviniente pueda sacar provecho de los horarios de introducción de órdenes y de comunicación de valores liquidativos.

A diferencia de la modalidad anterior, aquí no se configura un libro de órdenes. Lo que ocurre, por el contrario, es que los miembros del MAB introducen posiciones (órdenes) que quedan en espera de un precio (el valor liquidativo que enviará la Gestora<sup>11</sup>), al cual se cruzarán las operaciones. No obstante, el funcionamiento de la operativa en esta modalidad es diferente según se trate de SICAV Estándar, SICAV no Estándar 2 y SICAV no Estándar 3.

**SICAV Estándar (diagrama 1)**

La operativa concreta de esta modalidad para las SICAV Estándar consiste en que los miembros del MAB pueden introducir posiciones<sup>12</sup> (órdenes) a valor liquidativo a lo largo de la sesión en curso (la llamaremos sesión D) (de 8:30 a 16:00). Estas posiciones informan sólo de los títulos (no del precio) y, una vez introducidas estas posiciones (en el día D), quedan en espera de que se informe el valor liquidativo por parte de la gestora (hasta las 15:00 horas del día D+1) a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, viajando posteriormente al SIBE. Con carácter general, este valor liquidativo<sup>13</sup> se informará al día hábil siguiente (día D+1), y a partir de las 16:00

DÍA D	
8:30 a 16:00	
Introducción de posiciones a Valor Liquidativo sobre la SICAV "S1971". Estas órdenes se introducen en D, y se negociarán al Valor Liquidativo enviado en D+1.	
DÍA D + 1	
8:15	
Lectura del Valor Liquidativo del día D, aunque enviado en el día D+1 (esta recepción puede realizarse hasta las 8:15 o alternativamente hasta las 15:00)	
8:30 a 16:00	
15:00	
Lectura del Valor Liquidativo del día D, aunque enviado en el día D+1 (esta recepción puede realizarse hasta las 8:15 o alternativamente hasta las 15:00)	
a partir de las 16:00	
Cruce de operaciones cuyo precio es el Valor Liquidativo enviado a las 8:15 (ó 15:00) y cuyas órdenes son las posiciones introducidas en el día D. Como contrapartida a esas órdenes, actúan los miembros compensadores.	

*\* Este esquema trata de mostrar la evolución de un único ciclo, es decir, evidentemente las situaciones a lo largo de los días se solapan, y no hemos querido solapar en este esquema por no complicarlo más. En el mismo sentido hemos supuesto, también para no complicar este esquema, que en el día D+1 no se introducen propuestas a Valor Liquidativo. Estas propuestas, si existieran, se cruzarían en D+2 y así sucesivamente*

del día D+1 es cuando se asignarán (cruzarán) las operaciones cuyo precio es el valor liquidativo informado (en el día D+1) atendiendo a las posiciones (órdenes) introducidas en la sesión D. Como contrapartida a esas posiciones, actuarán los miembros compensadores.

**SICAV no Estándar 2 (diagrama 2)**

Adicionalmente a las SICAV Estándar, estas son SICAV que hacen que la valoración de la SICAV se conozca más tarde que para la SICAV Estándar<sup>14</sup>. Por este motivo, se trata de SICAV que envían al MAB sus valores liquidativos 2 días más tarde en lugar de 1 (es lo que hemos denominado SICAV no Estándar 2).

Para estas SICAV no Estándar 2 que nos ocupan ahora, al igual que en las SICAV Estándar, los miembros del MAB introducen posiciones a valor liquidativo a lo largo de la

**DIAGRAMA 2.**

**Ejemplo de un ciclo completo y único\* para la SICAV no Estándar 2 "S1970" en la Modalidad "Valor Liquidativo"**

DÍA D	
8:30 a 16:00	
Introducción de posiciones a Valor Liquidativo sobre la SICAV "S1970". Estas órdenes se introducen en D, y se negociarán al Valor Liquidativo enviado en D+2.	
DÍA D + 1	
8:15	
Lectura del Valor Liquidativo del día D, aunque enviado en el día D+2 (esta recepción puede realizarse hasta las 8:15 o alternativamente hasta las 15:00)	
8:30 a 16:00	
15:00	
Lectura del Valor Liquidativo del día D, aunque enviado en el día D+2 (esta recepción puede realizarse hasta las 8:15 o alternativamente hasta las 15:00)	
a partir de las 16:00	
Cruce de operaciones cuyo precio es el Valor Liquidativo enviado a las 8:15 (ó 15:00) y cuyas órdenes son las posiciones introducidas en el día D. Como contrapartida a esas órdenes, actúan los miembros compensadores.	

*\* Este esquema trata de mostrar la evolución de un único ciclo, es decir, evidentemente las situaciones a lo largo de los días se solapan, y no hemos querido solapar en este esquema por no complicarlo más. En el mismo sentido hemos supuesto, también para no complicar este esquema, que en el día D+1 no se introducen propuestas a Valor Liquidativo. Estas propuestas, si existieran, se cruzarían en D+3 y así sucesivamente*

sesión en curso (llamada sesión D) (de 8:30 a 16:00). Estas posiciones informan sólo de los títulos (no del precio) y, una vez introducidas estas posiciones (en el día D), quedan en espera de que se informe el valor liquidativo por parte de la gestora (hasta las 15:00 horas del día D+2) a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, viajando posteriormente al SIBE. Con carácter general, y a diferencia de las SICAV Estándar, este valor liquidativo se informará a los 2 días hábiles siguientes (día D+2), y a partir de las 16:00 del día D+2 es cuando se cruzarán las operaciones cuyo precio es el valor liquidativo informado en D+2 atendiendo a las órdenes (posiciones) introducidas en el día D.

Destacamos que la fecha<sup>15</sup> de la operación será D+1, aunque las posiciones se hayan introducido en el día D y el valor liquidativo se haya recibido en la fecha D+2. En el caso

**DIAGRAMA 3.**

**Ejemplo de un ciclo completo y único\* para la SICAV no Estándar 3 "S8542" en la Modalidad "Valor Liquidativo"**

<b>DÍA D</b>
<b>8:30 a 16:00</b>
Introducción de posiciones a Valor Liquidativo sobre la SICAV "S8542". Estas órdenes se introducen en D, y se negocian al Valor Liquidativo enviado en D+3.
<b>DÍA D + 1</b>
<b>Día D + 2</b>
<b>Día D + 3</b>
<b>8:15</b>
Lectura del Valor Liquidativo del día D, aunque enviado en el día D+3 (esta recepción puede realizarse hasta las 8:15 o alternativamente hasta las 15:00)
<b>8:30 a 16:00</b>
<b>15:00</b>
Lectura del Valor Liquidativo del día D, aunque enviado en el día D+3 (esta recepción puede realizarse hasta las 8:15 o alternativamente hasta las 15:00)
<b>a partir de las 16:00</b>
Cruce de operaciones cuyo precio es el Valor Liquidativo enviado a las 8:15 (ó 15:00) y cuyas órdenes son las posiciones introducidas en el día D. Como contrapartida a esas órdenes, actúan los miembros compensadores.

*\* Este esquema trata de mostrar la evolución de un único ciclo, es decir, evidentemente las situaciones a lo largo de los días se solapan, y no hemos querido solapar en este esquema por no complicarlo más. En el mismo sentido hemos supuesto, también para no complicar este esquema, que en el día D+1 ni en el D+2 no se introducen propuestas a Valor Liquidativo. Estas propuestas, si existieran, se cruzarían en D+4 y D+5 respectivamente, y así sucesivamente*

de que a lo largo de todo el día D+2<sup>16</sup> no se recibiera el valor liquidativo, el sistema interrumpiría el valor para el día siguiente.

**SICAV no Estándar 3 (diagrama 3)**

En el caso de las SICAV no Estándar 3, los miembros del MAB introducen posiciones a valor liquidativo a lo largo de la sesión en curso (llamada sesión D) (de 8:30 a 16:00). Estas posiciones informan sólo de los títulos (no del precio) y, una vez introducidas estas posiciones (en el día D), quedan en espera de que se informe el valor liquidativo por parte de la gestora (hasta las 15:00 horas del día D+3) a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, viajando posteriormente al SIBE. Con carácter general, este valor liquidativo se



informará a los 3 días hábiles siguientes (día D+3), y a partir de las 16:00 horas del día D+3 es cuando se cruzarán las operaciones cuyo precio es el valor liquidativo informado en D+3 atendiendo a las órdenes introducidas en el día D.

**OPERACIONES ESPECIALES**

El segmento de Operaciones Especiales tiene un horario diferenciado del resto de segmentos de contratación; éste se extiende desde las 17:40 hasta las 20:00 horas. Durante este periodo se ejecutan negociaciones (o aplicaciones) a precio convenido y éstas pueden ser Comunicadas o Autorizadas.

**REGLAS BÁSICAS DE NEGOCIACIÓN**

Al igual que en el mercado de acciones, las órdenes se sitúan en el libro atendiendo a la prioridad precio-tiempo de las órdenes. Es decir, las órdenes se sitúan en el libro atendiendo a este criterio que consiste en que las órdenes que tienen mejor precio (más alto en compras y más bajo en ventas) se sitúan en primer lugar. A igualdad de precio, las órdenes que se sitúan en primer lugar (y, por tanto, tienen prioridad), son aquellas que se han introducido primero (más antiguas). Además, cabe señalar que las órdenes pueden ser negociadas en su totalidad (en uno o varios pasos), parcialmente o no ser ejecutadas.

Por otro lado, en la asignación de la subasta, las órdenes que tienen prioridad sobre el resto son las órdenes de mercado y las órdenes por lo mejor<sup>17</sup>, después las órdenes limitadas con mejor precio que el precio de equilibrio de la subasta<sup>18</sup> y por último aquellas órdenes limitadas justo al precio de equilibrio de la subasta.

**SUBASTAS: REGLAS DE FIJACIÓN DEL PRECIO DE EQUILIBRIO**

La Modalidad "Fixing" del MAB se basa en las subastas. Las subastas son periodos en los que se introducen, modifican y cancelan órdenes pero no se ejecutan negociaciones hasta el final de dicha subasta. Durante este periodo, y en tiempo real, se calcula un precio de equilibrio en función de la oferta y la demanda produciéndose las negociaciones al final de la subasta al último precio de equilibrio calculado (asignación de títulos).

En cuanto a las normas de fijación del precio de equilibrio que rigen en las subastas, éstas no difieren de las que rigen en el SIBE según las siguientes 4 reglas:

- 1) Se elige el precio al que se negocie un mayor número de títulos.
- 2) Si hay dos o más precios a los cuales puede negociarse un mismo número de títulos, el precio será el que deje menor desequilibrio. El desequilibrio se define como la diferencia entre el volumen ofrecido y el volumen demandado susceptible de negociarse a un mismo precio.



**Roberto Iglesias,**  
CONSEJERO DIRECTOR GENERAL DE MERCAVALOR

***“El MAB puede ser una buena vía para canalizar inversiones hacia la renta variable española”***

**Pregunta.- ¿Cómo ve el sector la creación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)?**

Respuesta.- Yo soy muy positivo respecto a esta iniciativa y creo que el mercado, en general, la ha recibido con esperanza por la tranquilidad que supone disponer de una respuesta a esa nueva situación creada tras la aprobación del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva que establecía para las SICAV, entre otras cuestiones normativas, la posibilidad de no cotizar en Bolsa. La creación de este nuevo mercado va a permitir a las sociedades gestoras ahorrarse una serie de problemas tanto administrativos como de back office, puesto que de no existir la posibilidad que abre el MAB estarían obligadas a montar un sistema propio para dar liquidez a las acciones. Por otra parte, se definen las reglas de juego de una vez, se eliminan muchas incertidumbres que pesaban sobre este tipo de empresas y, si las SICAV cumplen las condiciones que tienen que cumplir, muy parecidas a las de las sociedades que cotizan en Bolsa, aunque con requerimientos más livianos en algún caso, como en lo relativo al gobierno corporativo, por ejemplo, se puede lograr un mercado eficiente que puede ser, además, una buena vía para canalizar inversiones hacia la renta variable española. Conviene recordar que la inversión de las SICAV en renta variable española es muy importante. Comparativamente, la inversión de este tipo de sociedades es mayor que la que tienen los fondos. Por ejemplo, los FIM, que gestionan un patrimonio de 207.000 millones de euros, tienen en sus carteras renta variable española por valor de 11.000 millones. Las SICAV, con un patrimonio de 27.000 millones, tienen 6.000 millones con datos diciembre de 2005.

**P.- ¿Es de esperar que se produzca un trasvase significativo de SICAV a este nuevo mercado?**

R.- Sin duda. El mercado ya cuenta con que las principales gestoras apuestan por el nuevo sistema. Seguramente, una parte muy importante de las más de 3.000 SICAV registradas en la actualidad se pasarán al nuevo mercado. Lo cierto es que los costes de incorporación a dicho mercado son realmente pequeños.

**P.- ¿Qué posibilidades abre a este tipo de empresas la existencia del MAB?**

R.- El nuevo sistema simplifica mucho las cosas en cuanto a la liquidez y propicia una mayor difusión de las empresas, en la medida en la que, al estar todas listadas, se podrán conocer mejor. La suma de ambos factores, sobre la base de un mecanismo de fijación de precios en función de los valores liquidativos, va a hacer más fácil poder invertir en ellas. Hasta ahora, el capital de estas sociedades tendía a concentrarse en manos de pocos accionistas y creo que eso puede cambiar en un futuro. Si estas sociedades van bien y la gente las conoce podrá invertir en ellas todo lo que estimen conveniente. Lo mismo que se pueden comprar participaciones de fondos de inversión se podrá invertir en acciones de SICAV.

**P.- ¿El MAB puede ser el embrión de un mercado para pymes?**

R.- Si las pymes, el otro segmento para el que está previsto este mercado, tuviesen alguna ventaja fiscal, algún incentivo, como ocurre en alguna de las otras experiencias europeas, posiblemente sería más factible conseguir que creciera este mercado.

3) Si las dos condiciones anteriores coinciden, se escogerá el precio del lado que tenga mayor volumen (mayor peso).

4) Si las tres condiciones anteriores coinciden, se escogerá como precio de la subasta, el más cercano al último negociado. En el caso de que dicho precio esté dentro de la horquilla de los precios potenciales de subasta (mayor y menor límite), se tomará el último negociado. Si no hay último precio, o éste se encuentra fuera de la horquilla de precios del rango estático, se elegirá como precio último el precio estático.

**CONSECUENCIAS DE LA INTERRUPCIÓN CAUTELAR O SUSPENSIÓN CAUTELAR DE UN VALOR**

Cuando a lo largo de toda la sesión (hasta las 15:00horas) no se reciba el valor liquidativo de una SICAV, se interrumpe su contratación. La interrupción cautelar de un valor será una decisión acordada por la Comisión de Supervisión del MAB. Cuando una SICAV se interrumpa por no ser enviado el valor liquidativo, las posiciones comunicadas previamente, y pendientes de asignación de valor liquidativo en esa misma sesión, serán eliminadas del sistema sin que existan, por tanto, operaciones a valor liquidativo. Durante el periodo de interrupción o suspensión cautelares, no se permitirá la introducción de órdenes, ni su ejecución, aunque sí la cancelación de órdenes y la realización de consultas al Sistema.

**PRECIOS DE CIERRE DIARIOS**

El precio resultante de la subasta de cierre es el precio de cierre de la sesión, siempre que se hayan negociado 200 títulos o más en esta segunda subasta. Cuando se han negociado 200 títulos o más a lo largo de la sesión, el precio de cierre será entre los precios correspondientes a las 200 últimas unidades de contratación negociadas, el que resulte más cercano a su precio medio ponderado (de estos 200 títulos) y, en caso de que los dos precios guarden la misma diferencia respecto a ese precio medio ponderado, el último de ellos negociado.



**Jaime de la Calle,**  
PRESIDENTE DE URQUIJO GESTIÓN

***“Mientras se mantenga un marco fiscal adecuado seguirá teniendo interés la inversión en fondos y en SICAV”***

Cuando se han negociado menos de 200 títulos a lo largo de la sesión, el precio de cierre de ese día será el valor liquidativo informado ese día (a las 8:15 a.m. o a las 15:00 p.m.). Si no hay valor liquidativo informado ese mismo día y además no se han negociado 200 títulos en la modalidad “Fixing”, el precio de cierre será igual al precio de cierre de la sesión anterior<sup>19</sup>.

Una nota adicional sobre los precios de cierre: a pesar de que en la Modalidad “Fixing” el mercado cierra a las 16:00 horas, no es hasta las 17:36 cuando se calculan y difunden los precios de cierre de estos valores.

## RANGOS DE PRECIOS

Las SICAV tienen un rango estático de variación de precios. Este rango se define como la variación máxima permitida (simétrica) respecto del precio estático y se expresa en porcentaje. El precio estático es el precio fijado en la última subasta (precio de asignación de la subasta)<sup>20</sup>. Los rangos estáticos están activos durante toda la sesión. Las SICAV tienen establecido un rango estático único para todas las SICAV del 2%.

## TIPOLOGÍA DE LAS ÓRDENES

### TIPOLOGÍA BÁSICA DE ÓRDENES

**Las órdenes de mercado** son aquellas en las que no se especifica límite de precio y tienen prioridad máxima en una subasta. Ante dos órdenes de mercado en el libro de órdenes para un mismo valor, la prioridad la marca el momento de introducción de la orden: aquella orden que llegó primero, tiene prioridad sobre la otra. Si una orden de mercado no se negocia en la subasta de apertura, permanece en el libro como “orden de mercado”.<sup>21</sup>

**Las órdenes por lo mejor** son aquellas sin precio que quedan limitadas al mejor precio del lado contrario del libro de órdenes. También tienen prioridad máxima en una subasta. En la subasta de apertura, que-

**Pregunta.- ¿La puesta en marcha del MAB supone el broche a la redefinición de las reglas del juego de las SICAV?**

Respuesta.- Entiendo que el MAB es una pieza más, orientada a facilitar la permanencia en el mercado de este tipo de sociedades. Desde luego, esta alternativa permitirá a las SICAV mantenerse en el mercado con unos costes más reducidos, con menores exigencias legales y con la misma transparencia que podían tener anteriormente cuando cotizaban en la Bolsa.

**P.- ¿Cómo ve el futuro de estas sociedades, tras los cambios normativos?**

R.- Las SICAV van a seguir siendo un vehículo atractivo para aquellos inversores que tengan interés por hacer un seguimiento más estricto y continuado de sus inversiones a través de la pertenencia a los consejos de administración de las sociedades. También es importante tener en cuenta que, frente a la alternativa de los fondos y habida cuenta que la fiscalidad es prácticamente la misma, esta operativa permite también invertir en otros activos, como pudieran ser los derivados, y mantener esa diversificación del patrimonio a través de un solo vehículo.

**P.- ¿Han detectado interés en el mercado por la creación de las nuevas estructuras previstas para este tipo de inversión en el Reglamento de IIC, o es un poco pronto?**

R.- Algunas de las figuras previstas en dicho Reglamento, como la creación de SICAV por compartimentos, por ejemplo, todavía están pendientes de un desarrollo normativo adicional y, en consecuencia, es un poco prematuro opinar sobre ello. Lo que si hemos detectado es un interés de los consejos de administración de las SICAV por ampliar los ámbitos de inversión a lo que permite la nueva normativa. Básicamente en lo que respecta a la inversión en fondos para aquellas SICAV que anteriormente estaban limitadas al 5% del patrimonio y, desde luego, en las instituciones de inversión libre.

**P.- ¿Se ha incrementado la creación de nuevas SICAV?**

R.- Después del parón brusco que se produjo el año pasado, motivado por las incertidumbres, básicamente de tipo fiscal, que surgieron, ha vuelto a crecer el número de SICAV registradas. Lógicamente será difícil volver a los mismos ritmos de hace años, pero si habrá un crecimiento significativo. Desde luego, el nuevo Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva permite un nuevo empuje de la inversión colectiva y mientras se mantenga un marco fiscal adecuado seguirá teniendo interés tanto la inversión en fondos como en SICAV.

dan limitadas al precio de equilibrio de la subasta. Si la orden por lo mejor no se negocia o se negocia parcialmente al finalizar la subasta de apertura, se limitará al precio de asignación de la subasta<sup>22</sup>.

Tanto la orden de mercado como la orden por lo mejor tienen prioridad máxima y, por supuesto, tienen siempre prioridad sobre las órdenes limitadas<sup>23</sup>.

**Las órdenes limitadas** son órdenes a eje-

cutar a su precio límite o mejor. Esta categoría de órdenes permiten expresar el deseo de negociar hasta/desde un precio determinado. Una vez situada en el libro de órdenes, la orden limitada es siempre ejecutada a su precio límite salvo que, si es incluida en una subasta y el precio de la misma es más favorable que su precio límite, se ejecutará a ese precio de equilibrio de la subasta más favorable<sup>24</sup>.

Además, en el MAB existen las **órdenes de volumen oculto** (que pueden ser órdenes de mercado, por lo mejor o limitadas). Estas órdenes permiten a los participantes introducir órdenes sin revelar la cantidad completa al mercado. Esta posibilidad es especialmente interesante para órdenes de gran tamaño. De esta manera, el operador puede evitar movimientos de precios adversos. Al introducir la orden, el operador debe mostrar una parte del volumen de la orden (unidad de volumen mostrado) que será como mínimo de 250 títulos. Este volumen mostrado es incluido en el libro de acuerdo con el momento de su introducción. La entrada de nuevos volúmenes mostrados de una orden de volumen oculto sólo mantiene prioridad de precios, no la prioridad de tiempo. Una vez que el volumen mostrado es negociado, salta al mercado otra unidad de volumen mostrado con un volumen igual al mostrado especificado.

Si en un momento hay varias órdenes de volumen oculto en el libro de órdenes de un valor, los volúmenes mostrados se sitúan en el libro de órdenes de acuerdo con su prioridad precio-tiempo. Asimismo, es necesario señalar que, en las subastas, las órdenes de volumen oculto participan con su volumen total.

#### LAS POSICIONES A VALOR LIQUIDATIVO

Además, existen las **“posiciones a valor liquidativo”** que son un tipo especial de orden que, en el momento de su introducción, solamente se introduce el sentido (compra o venta), el valor (SICAV de la que se trate), número de títulos pero no se indica el precio<sup>25</sup>. Estas posiciones a valor li-



El precio resultante de la subasta de cierre es el precio de cierre de la sesión, siempre que se hayan negociado 200 títulos o más en esta subasta. Cuando se han negociado 200 títulos o más a lo largo de la sesión, el precio de cierre será entre los precios correspondientes a las 200 últimas unidades de contratación negociadas, el que resulte más cercano a su precio medio ponderado

quidativo se introducen por parte de los miembros adheridos al MAB dentro de la Modalidad “Valor Liquidativo”.

#### UNIDADES DE PRECIO (TICK)

La contratación en el MAB se realizará en euros, con dos decimales dentro de la Modalidad “Fixing”. En concreto, los precios podrán variar de 0,01 en 0,01 euros.

Dentro de la Modalidad “Valor Liquidativo”, este valor liquidativo informado tiene 6 decimales aunque en el precio de SIBE, visualmente aparecerá redondeado a 2 decimales. En cualquier caso, el efectivo negociado de una operación será calculado como el producto de los títulos introducidos en la posición (orden) multiplicado por el precio teniendo en cuenta los 6 decimales.

#### AGENTES IMPLICADOS EN EL MERCADO

La configuración institucional de este mercado de SICAV difiere, en parte, sobre sus principales actores del mercado tradicional de acciones. En concreto, cabe distinguir entre Miembros del mercado y Entida-

des participantes. Los primeros son los **Miembros del mercado** que pueden operar tanto en la Modalidad “Fixing” como en la Modalidad “Valor Liquidativo”<sup>26</sup>. Estos miembros son los actuales miembros del mercado de acciones (Sociedades de Valores, Agencias de Valores y Entidades Financieras<sup>27</sup>) que estén admitidos en el MAB. Por su parte los segundos, las **Entidades participantes**, que solamente pueden operar en la Modalidad “Valor Liquidativo”. Aquí se encuentran las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC) y las propias SICAV autogestionadas. Estos miembros sólo pueden ser compradores o vendedores en operaciones a valor liquidativo para las acciones de aquellas SICAV que gestionen.

El MAB contempla la figura del **miembro compensador** que será el encargado de dar contrapartida a todas las operaciones de la modalidad de contratación “Valor Liquidativo”.

Todos estos agentes deberán estar previamente admitidos al Mercado Alternativo Bursátil, condición sin la cual no podrán operar en este mercado. Asimismo, están sujetos a la supervisión, inspección y con-

trol por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en todo lo relativo a su actuación en los mercados de valores. La CNMV es una entidad de Derecho público con personalidad jurídica propia, que tiene como 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.

## DIFUSIÓN DE LA INFORMACIÓN

El MAB, al estar encuadrado dentro de la plataforma SIBE, dispone de un sistema de difusión de información especializada, destinado a difundir en tiempo real información detallada de lo que sucede en el

mercado, tanto desde el punto de vista de las negociaciones que se van sucediendo en el mismo, como del libro de órdenes del sistema dentro de la Modalidad "Fixing". Este objetivo se justifica con la intención de proveer un servicio que refleje fielmente la transparencia del mercado.

Así, este flujo de información informa en tiempo real a las entidades receptoras, de cada negociación que se produce en el mercado y de la evolución que va teniendo el libro de órdenes a lo largo de la sesión. Se ofrecen los siguientes contenidos: sobre negociaciones se emitirá un mensaje cada vez que se produzca una en el SIBE, con datos sobre el precio, el volumen, la hora de realización de dicha negociación,

así como el miembro comprador y vendedor (esta información incluye las negociaciones realizadas tanto en la Modalidad "Fixing" como en la Modalidad "Valor Liquidativo"); respecto al Libro de Órdenes, y sólo para las posiciones dentro de la Modalidad "Fixing", se emitirá un mensaje cada vez que se produzca un cambio que afecte a los volúmenes y precios de equilibrio difundidos en la subasta (o a la primera posición del libro de órdenes en caso de que la subasta no forme precio de equilibrio); y, por último, en referencia a la situación de valores se ofrecerán igualmente los contenidos de la situación de los valores (SICAV) informando, entre otros, del valor liquidativo. ▀

## Notas

- 1 Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (modificada por la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras).
- 2 Real Decreto 1309/2005 de Instituciones de Inversión Colectiva.
- 3 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.
- 4 Con fecha 30 de diciembre de 2005, el Consejo de Ministros, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), autorizó la creación de un Sistema Organizado de Negociación (SON), de ámbito nacional, de valores e instrumentos financieros de entidades de reducida capitalización, acciones y otros valores emitidos por Instituciones de Inversión Colectiva y otros valores que requieran un régimen singularizado, denominado "Mercado Alternativo Bursátil" (MAB).
- 5 Sesión bursátil posterior a la introducción de posiciones a valor liquidativo sobre esa SICAV.
- 6 Debido a que, por diferencias horarias con otros mercados internacionales, hay que esperar a que cierren los mismos.
- 7 Especificaremos dichas reglas más adelante dentro del apartado denominado 8. REGLAS BÁSICAS DE NEGOCIACIÓN.
- 8 Esto es cierto sólo para las denominadas SICAV Standard.
- 9 Sólo hasta el final del día para las SICAV, en el que el sistema (después del cierre definitivo del mercado) cancelará estas órdenes que no han sido negociadas durante la sesión.
- 10 Estas comisiones y descuentos son unas cantidades que las SICAV facturan a los accionistas de las mismas por el servicio de dar liquidez en función de su política.
- 11 Este valor liquidativo habitualmente se enviará 1 día, 2 días ó 3 días más tarde dependiendo del tipo de SICAV.
- 12 Técnicamente se las denomina "posiciones a valor liquidativo". En realidad, tienen prácticamente las mismas características que una orden en el SIBE, es decir, se introduce el campo sentido (compra o venta), valor (valor de que se trate) y número de títulos. A diferencia de una orden standard del SIBE, no se introduce el campo precio siendo este campo informado posteriormente a través del valor liquidativo que informará la gestora.
- 13 Este valor liquidativo es enviado al sistema al día siguiente de cuando se introducen las posiciones en el sistema (D+1) aunque se refiere a la valoración del patrimonio en fecha D. Por imposibilidades técnicas asociadas a las Sociedades Gestoras, este valor liquidativo que se refiere al valor del patrimonio en el día D, no puede ser enviado a las bolsas hasta el día después (D+1)
- 14 Habitualmente, hay que esperar a que ciertos mercados internacionales cierren para así conocer el valor del patrimonio de la SICAV a una fecha determinada. El motivo de esta espera no es otro, normalmente, que la diferencia horaria con otros mercados internacionales, cuyo cierre es necesario para valorar el patrimonio de esa SICAV.
- 15 Fecha computada a efectos de liquidación.
- 16 Como muy tarde, a las 15:00 horas.
- 17 Entre ellas, tendrán prioridad aquellas que se introdujeron primero (prioridad temporal de órdenes).
- 18 Ejemplo: si se introduce una orden de compra a 15,40 euros y el precio de equilibrio final de la subasta es 15,35 euros, dicha orden se cruzará (tendremos operación) al precio de 15,35 euros, por ser un precio más ventajoso para esa orden de compra.
- 19 A no ser que haya habido algún descuento en el precio por dividiendo u otros (ampliación de capital, splits...).
- 20 El precio estático a las 8.30 de la mañana es el precio de referencia.
- 21 Si esto ocurriera en la subasta de cierre, también quedaría temporalmente posicionada pero, como ya se mencionó anteriormente, las órdenes son válidas por el día, con lo que, después del cierre del mercado, quedará expulsada del sistema al igual que el resto de órdenes.
- 22 En el caso de la subasta de cierre, también se limitan al precio de equilibrio de la subasta pero, como ya se mencionó anteriormente, las órdenes son válidas por el día, con lo que, después del cierre del mercado, quedará expulsada del sistema al igual que el resto de órdenes.
- 23 Para conocer la prioridad entre varias órdenes de mercado y por lo mejor, habrá que acudir a la prioridad temporal de las mismas (tiene prioridad la que se introdujo primero).
- 24 Ejemplo: si se introduce una orden de compra a 15,40 euros y el precio de equilibrio final de la subasta es 15,35 euros, dicha orden se cruzará (tendremos operación) al precio de 15,35 euros, por ser un precio más ventajoso para esa orden de compra.
- 25 El precio será el valor liquidativo informado por la gestora y esta posición se negociará a dicho valor liquidativo.
- 26 La explicación de ambas modalidades se cubre en el apartado 3. MODALIDADES DEL MERCADO Y HORARIOS dentro de este mismo modelo de mercado.
- 27 La principal diferencia entre estas entidades es que las Agencias de Valores solo pueden operar por cuenta de terceros mientras que las Sociedades de Valores y Entidades Financieras pueden operar tanto por cuenta ajena como por cuenta propia.