

El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las pymes

Miguel García Stuyck
Counsel
Lovells

Sumario

1. Introducción
2. ¿Qué es el MAB?
3. Requisitos de admisión
 - 3.1. Requisitos formales y contables
 - 3.2. Requisitos estatutarios
 - 3.3. El documento informativo
 - 3.4. Otros requisitos
4. Transparencia
5. Los intervinientes en el proceso
 - 5.1. El Asesor Registrado
 - 5.2. El Proveedor de Liquidez
 - 5.3. Otros

Resumen

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) permite a las pymes el acceso a los mercados de capitales obteniendo así financiación, visibilidad y liquidez. Asimismo constituye una alternativa de desinversión para el capital riesgo. El artículo resume los requisitos normativos para acceder al MAB.

Palabras clave: Mercado Alternativo Bursátil (MAB); Circular 1/2008 del MAB; empresas en expansión; Asesor Registrado; Proveedor de Liquidez.

1. Introducción

El comienzo del presente año ha ido acompañado de sucesivas noticias y artículos, no sólo en las páginas salmón sino también en los diarios tradicionales, sobre el prometedor futuro que se augura para el MAB en su segmento denominado Empresas en Expansión, en el que se esperan un número considerable de admisiones a negociación durante el ejercicio 2010 como alternativa seria y sostenible frente al limitado acceso a la financiación bancaria por parte de las pymes españolas.

El enfoque de este artículo se centra en la parte estrictamente normativa del MAB, en cuanto a las condiciones de admisión a negociación, los requisitos de transparencia y de remisión de información y las figuras intervinientes en el proceso.

Me gustaría aclarar que en absoluto confiero a las mencionadas noticias y artículos falta de interés o de realidad económica sino todo lo contrario, pues considero a sus autores (principalmente directivos del propio MAB y Asesores Registrados) pieza fundamental requerida para el impulso del MAB, mediante la concienciación a

las pymes sobre las bondades y oportunidades que ofrece este mercado y, más complicado aún, para la creación de una base de inversores dispuestos a apostar por esta plataforma de negociación de renta variable.

2. ¿Qué es el MAB?

En marzo del año 2008 recibió luz verde el esperado segmento para empresas en expansión del MAB. El MAB es un sistema organizado de negociación (a efectos prácticos como una bolsa de valores) promovido por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Si bien es en el año 2008 cuando se abre la posibilidad de admisión a negociación de empresas en expansión, este segmento del MAB tuvo el infortunio de iniciar su andadura con la de la actual crisis y sus primeras admisiones a negociación no llegaron hasta el año 2009, cuando Zinkia (en el mes de julio) e Imaginarium (en el mes de noviembre) decidieron saltar a este parque. Nótese asimismo que, junto con el segmento de empresas en expansión, en el MAB cotizan, en sus correspondientes segmentos, más de 3200 SICAVS, 1 entidad de capital riesgo y 1 sociedad de inversión libre.

El segmento de empresas en expansión del MAB ofrece a las pymes el acceso a los mercados de capitales y a sus viabilidades de financiación, visibilidad y liquidez, con un coste inferior al del mercado tradicional (el de las Bolsas de Valores). Este menor coste deriva de las tarifas de incorporación y mantenimiento, de los requisitos de transparencia exigidos y de la incorporación de una figura denominada Asesor Registrado, que actúa de entidad de enlace entre el emisor y el regulador del mercado y mitiga la necesidad de contar con amplios equipos con dedicación casi exclusiva al cumplimiento de la normativa del MAB.

Por tanto, a través del mercado alternativo, que ya ha sido probado con éxito en países como Francia y el Reino Unido, los inversores tienen acceso

a una mayor gama de productos de inversión y de diversificación de carteras, a la vez que las empresas cotizadas accederán a un mercado de capitales con requisitos normativos ajustados a su tamaño, presupuesto y capacidad de recursos humanos y técnicos.

El MAB es un sistema organizado de negociación para la contratación, liquidación y compensación de registro de operaciones sobre acciones, y que por tanto no cualifica como un mercado regulado o mercado secundario oficial. No obstante, de gran relevancia resultan las garantías que aporta este sistema organizado en cuanto al registro, negociación, liquidación y compensación de los valores que cotizan en él, ya que emplea los mismos procedimientos y mecanismos del mercado tradicional, así:

- (a) La negociación se efectúa a través de los miembros del MAB, esto es los *brokers* e intermediarios autorizados a negociar en el mercado correspondiente.
- (b) Iberclear se encarga del registro contable, así como de la compensación y liquidación de las operaciones de efectivo y valores, garantizándose de esta manera el acceso a un sistema de compensación y liquidación fiable y más que probado por ser el empleado durante años en la mayoría de los mercados españoles.
- (c) La plataforma tecnológica de negociación es el sistema de interconexión bursátil ("SIBE"), que da acceso a un mercado electrónico bajo un sistema de contratación denominado "fixing", por el que se fijan precios en subasta, si bien existe también la posibilidad de un mercado abierto según la liquidez y difusión.

3. Requisitos de admisión

La Circular 1/2008 del MAB establece los requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el MAB de acciones emitidas por

empresas en expansión. Entre ellos, cabe resaltar los siguientes.

3.1. Requisitos formales y contables

En cuanto a los requisitos formales (es decir las características que han de cumplir las sociedades emisoras) la Circular 1/2008 exige únicamente que el emisor sea una sociedad anónima (española o la equivalente extranjera) cuyo capital esté totalmente desembolsado, sus acciones sean libremente transmisibles y estén representadas mediante anotaciones en cuenta, cuyo registro contable estará a cargo de Iberclear.

Adicionalmente, se establecen determinados requisitos financieros y contables, en los que el emisor puede optar entre (i) cuentas auditadas formuladas de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF"), o (ii) con su estándar contable nacional (a estos efectos entendemos que para sociedades españolas las cuentas habrán de auditarse de acuerdo con el Plan General Contable). Nótese que para sociedades constituidas en un país miembro del Espacio Económico Europeo las cuentas habrán de formularse de acuerdo con NIIF o los principios generales contables aplicables en Estados Unidos.

Si bien la Circular no exige una antigüedad mínima, en aquellos casos en que no estén disponibles 2 años completos de cuentas se deben de acompañar previsiones o proyecciones, que a su vez habrán de actualizarse hasta el momento en que el emisor disponga de 3 años de cuentas. Además, en dicho supuesto, los accionistas y directivos del emisor han de comprometerse a mantener su participación en el capital social durante al menos 1 año desde la fecha de admisión a cotización.

3.2. Requisitos estatutarios

La normativa del MAB incorpora determinados requisitos de carácter estatutario, que requieren la inclusión en los estatutos sociales del emisor de las siguientes obligaciones para la propia sociedad o sus accionistas:

- (a) La comunicación de participaciones significativas por los accionistas al emisor. A estos efectos, la participación significativa se corresponde con el 10% del capital social y sucesivos múltiplos, o el 1% si el accionista es administrador o directivo.
- (b) La comunicación al emisor de aquellos pactos parasociales que afecten a los derechos de voto o restrinjan la transmisibilidad de las acciones del emisor.
- (c) Un derecho de *tag along* (acompañamiento en la venta), es decir, que si un accionista recibe una oferta de compra de acciones que determine que el adquirente sea titular de más del 50% del capital social, dicho accionista no podrá aceptar la oferta a menos que dicho adquirente ofrezca comprar al resto de accionistas sus acciones en iguales condiciones. Este requisito estatutario tiene el objeto de regular los eventuales cambios de control del emisor (nótese que la normativa sobre OPAs no afecta a estas sociedades por no estar cotizadas en una Bolsa de Valores), si bien obliga al accionista vendedor a cumplir con un requisito que debería ser exigible al comprador (por ejemplo la norma no aclara si la venta en mercado puede entenderse como la recepción de una oferta de compra, lo que complicaría las operaciones de mercado). No obstante, esta dificultad ha sido salvada con practicidad tanto en el caso de Zinkia como de Imaginarium con la siguiente fórmula:
 - (i) obligando al accionista que quiera adquirir un porcentaje superior al 50% del capital social a realizar una oferta de compra dirigida al resto de accionistas; y
 - (ii) limitando la venta cuando se reciba una oferta de compra que por sus condiciones de formulación, características del adquirente y otras circunstancias, el accionista vendedor

deba razonablemente deducir que tiene por objeto atribuir al comprador una participación superior al 50% del capital social.

- (d) Asimismo, ha de incorporarse la obligación estatutaria para el emisor de, para el caso de exclusión de negociación, ofrecer comprar las acciones de los accionistas que no hayan votado a favor de dicha exclusión, ello a un precio que ha de justificarse siguiendo los criterios establecidos en la normativa de OPAs.

3.3. El documento informativo

Al igual que en las salidas a Bolsa tradicionales, la admisión o negociación en el MAB requiere de un documento informativo que explique los aspectos más relevantes del emisor desde la perspectiva de grupo y corporativa, societaria, de negocio y mercado, contable y financiera, laboral, de administración y dirección así como de factores de riesgo.

Como documento informativo puede optarse por el tradicional folleto informativo empleado para las OPVs, que está sujeto a verificación y registro por parte de la CNMV y que podría emplearse en aquellos supuestos en los que el emisor o sus accionistas tengan previsto realizar una oferta pública de venta (esto es minorista) con anterioridad a la admisión a negociación en el MAB.

No obstante, en aquellos supuestos en que la colocación prevista no cualifique como oferta pública (por ejemplo, por ir dirigida a inversores institucionales), o cuando simplemente se pretenda un "listing", bastará con presentar el denominado "Documento Informativo de Incorporación al MAB". Este documento, si bien no está sujeto a verificación por parte de la CNMV, ha de incluir amplia información sobre los aspectos referidos anteriormente y habrá de contar con el visto bueno del Asesor Registrado del emisor y del propio MAB.

3.4. Otros requisitos

La normativa exige asimismo que la sociedad que solicita la admisión a negociación en el MAB tenga ya una "actividad demostrada" mediante la comercialización de sus productos o servicios, o mediante actuaciones relevantes preparatorias al efecto. Con ello se prevé evitar que el MAB se convierta en un mercado de financiación de las denominadas "startups", que consisten en empresas con un proyecto de negocio cuya puesta en funcionamiento y desarrollo requieren financiación.

Aspecto de gran relevancia, por mostrar el enfoque flexible y abierto del MAB, resulta el mínimo de capitalización de mercado exigida, consistente en un valor estimado de 2.000.000 de euros, si bien en los casos de "listing" puro (es decir, de cotización sin previa oferta de valores) no se contabilizarán las acciones de aquellos accionistas titulares de una participación igual o superior al 5% del capital social del emisor.

Finalmente, y como gran novedad en nuestros mercados, ha de notarse que para estar admitido a negociación en el MAB resultará indispensable que el emisor designe y mantenga un Asesor Registrado y, asimismo, formalice un contrato de liquidez con un proveedor de liquidez (ambas figuras se explican más adelante).

4. Transparencia

Una vez admitida a cotización una sociedad en el MAB, ésta y sus administradores han de cumplir con determinadas obligaciones de transparencia y de remisión de información, obligaciones que en todo caso resultan menos exigentes que las aplicables en el mercado tradicional. Así, por ejemplo, la información periódica contable se reduce a la información anual y la correspondiente al primer semestre del año, sin necesidad de tener que elaborar información financiera trimestral, la correspondiente al segundo semestre del año o un informe anual de gobierno corporativo.

En cuanto a información relevante, existe la obligación de comunicar ésta mediante hecho relevante y en términos parecidos al mercado tradicional. Por lo que respecta a participaciones significativas y pactos parasociales, el emisor ha de hacerlos públicos una vez reciba las oportunas comunicaciones de sus accionistas de acuerdo con lo establecido en los estatutos sociales (comentado anteriormente).

La información pública y los hechos relevantes se publican en la página web del MAB y en la de la sociedad emisora, por lo que ésta habrá de mantener una página web a dichos efectos.

5. Los intervinientes en el proceso

5.1. El Asesor Registrado

La figura del Asesor Registrado, con funciones similares en otros mercados alternativos extranjeros, si bien ajustadas a las particularidades del MAB, es uno de los pilares fundamentales del nuevo mercado alternativo y el elemento que ha de facilitar la comunicación fluida entre el emisor y el regulador, ayudando al consecuente ahorro de recursos.

El Asesor Registrado es una persona jurídica con experiencia en mercado de valores e inscrito en el registro de asesores del MAB. El emisor cuyas acciones estén admitidas a negociación en el MAB debe contar en todo momento con un Asesor Registrado, si bien puede cambiar éste en cualquier momento. La función del Asesor Registrado es, con carácter general, asistir a las empresas en el cumplimiento de sus obligaciones con el MAB. Entre sus funciones destacan las siguientes:

- (a) Comprobar el cumplimiento de los requisitos de admisión a negociación por parte de la sociedad emisora.
- (b) Asistir en la elaboración de la documentación correspondiente.

- (c) Revisar que la documentación e información periódica cumple con los contenidos y plazos establecidos en la normativa del MAB.

Nótese que en todo caso el Asesor Registrado tiene la obligación de informar al MAB sobre los potenciales incumplimientos relevantes del emisor que le haya designado.

En definitiva, esta figura debe ayudar permanentemente al emisor a cumplir con sus obligaciones derivadas de su admisión a negociación en el MAB. El Asesor Registrado ejerce como verdadera entidad de enlace con el mercado y su regulador, ahorrando así al emisor la necesidad de contar con un amplio equipo especializado en el cumplimiento corporativo y, por otra parte, asegurando al regulador del MAB la comunicación con un interlocutor profesional y disponible en todo momento.

5.2. El Proveedor de Liquidez

En cuanto al proveedor de liquidez, nótese que la normativa del MAB exige a todo emisor presentar un contrato de liquidez con un intermediario financiero (el Proveedor de Liquidez). Dicho contrato puede formalizarlo tanto el emisor como uno de sus accionistas de referencia. Debido a las características de las sociedades que cotizan en el MAB, el objeto de este contrato es favorecer la liquidez de las transacciones y lograr suficiente frecuencia de contratación.

El Proveedor de Liquidez se encarga de ofrecer contrapartidas a las posiciones vendedoras y compradoras en el mercado, dentro de sus horarios de negociación ordinarios y de acuerdo con las normas de contratación de éste. Asimismo esta entidad es la que por regla general actuará de colocador en la oferta.

Mediante los contratos de liquidez el emisor (o un accionista) pone a disposición del Proveedor de Liquidez una combinación de efectivo y acciones por un valor conjunto máximo para que, a su vez, el Proveedor de Liquidez pueda hacer frente a los compromisos asumidos en virtud del citado contrato.

5.3. Otros

Al igual que en las operaciones de salida a bolsa y ofertas de acciones tradicionales, el emisor contará con un despacho de abogados que le asista en el asesoramiento legal de la operación, preparación de estatutos y acuerdos sociales, la redacción del documento de información o folleto y la negociación de los contratos con la entidad

colocadora y el proveedor de liquidez. Además, habrá de participar el auditor de cuentas del emisor al objeto de revisar la información financiera que se incluya en el documento informativo.

Por su parte, tanto la entidad colocadora como el Proveedor de Liquidez recurrirán a asesores legales que les asesorarán en la operación y en la revisión del documento informativo.