

El despegue del MAB se ha producido en un momento de especial desconfianza de los mercados, demostrando que la apuesta de las empresas es decidida y su potencial innegable

MAB, UN MERCADO PARA MUCHOS Y TAMBIÉN PARA EL CAPITAL RIESGO

En España más del 95% de las empresas son de tamaño pequeño y mediano. A pesar de su gran peso en nuestra economía, los mercados bursátiles han sido tradicionalmente de difícil acceso para ellas y han quedado fuera de sus planteamientos, por tratarse de espacios más pensados para compañías de tamaño medio-grande. Pero, la realidad es que nuestras pequeñas y medianas empresas tienen las mismas necesidades que aquellas que juegan en “primera división”: compiten en un mercado, emplean a trabajadores, analizan inversiones para mantener y hacer crecer su negocio, necesitan financiarse; en definitiva, gestionan una organización empresarial. Si esto es así, ¿por qué no disponer de los mismos recursos, mecanismos y herramientas que una gran organización?



FERNANDO BELTRÁN
Socio.
Audihispana Grant Thornton

El MAB (Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión), entre otros objetivos, nace con una clara vocación de dotar a las compañías pequeñas y medianas de un mecanismo que atienda en igualdad de condiciones aspectos tan fundamentales como la financiación, liquidez, notoriedad o valoración. Además va a ayudar a las empresas a mejorar sustancialmente la gestión de su organización en aspectos como la transparencia, el buen gobierno, los sistemas de información, la planificación, etc. Las empresas tienen una serie de necesidades que el mercado está dispuesto a cubrir, lo que hace falta es poner los medios para que sea posible y el MAB es un instrumento imprescindible para conseguirlo. Afortunadamente, un primer paso lo había

dado en las últimas dos décadas el capital riesgo, que ha contribuido de forma importante al desarrollo de nuestras pymes, supliendo, en parte, el papel de los mercados y mejorando el nivel profesional en las empresas.

Desde su nacimiento en 2006, pero en especial en los últimos meses, muchas han sido las noticias y artículos relacionados con MAB, en buena medida gracias a las cuatro compañías que hasta la fecha han culminado su proceso de salida en este mercado y de los anuncios de próximas incorporaciones que se han venido sucediendo desde entonces. El despegue del MAB se ha producido en un momento de especial desconfianza de los mercados, demostrando que la apuesta de las empresas es decidida y su potencial innegable.

▶ TABLA 1. DATOS DE LAS EMPRESAS Y LAS OPERACIONES LLEVADAS A CABO PARA INGRESAR EN EL MAB (ABRIL 2010)

Compañía	Sector / Actividad	Nº de acciones ofertadas	Precio de salida (€)	Total Capital Ofertado (€)	Fecha de salida	Último Precio (€) (23/04/10)	Capitalización (miles €)	Tipo de inversor
Zinkia	Producción y gestión de marcas de entretenimiento	3.667.268	1,92	7.041.155	15/07/2009	1,87	45.734	Inversores cualificados
Imaginarium	Venta de juguetes y productos para la infancia	2.850.000	4,31	12.283.500	01/12/2009	3,01	52.423	Inversores cualificados
Gowex	Tecnología, Internet en movilidad y telecomunicaciones	1.714.286	3,50	6.000.001	12/03/2010	3,70	42.592	Inversores cualificados
Medcomtech	Distribución de instrumental y material médico ortopédico	2.604.304	3,39	8.828.591	25/03/2010	3,70	32.567	Inversores cualificados

PERFIL MÁS IDÓNEO PARA EMPRESAS CANDIDATAS AL MAB

Este mercado ha sido pensado para empresas en expansión, pero es preciso acotar este término ya que no todas las empresas encajarían en los parámetros que busca el MAB. Los casos más claros de idoneidad son las empresas que cuentan con nuevos mercados, nuevas actividades, nuevas instalaciones productivas, un plan de adquisiciones, etc. Pero, en general, cualquier compañía que tenga un plan de negocio enfocado al crecimiento tiene cabida en el MAB. Sin entrar a enumerar todos los requisitos formales y económicos, cuyo cumplimiento es una cuestión de preparación, hay un criterio cuantitativo sobre el valor mínimo del capital ofertado, establecido en 2 millones de euros, ya que acometer un proceso de salida a bolsa implica una serie de trabajos y de asesores externos y, por ende, un coste que se presume excesivo si el importe no supera un determinado umbral. De hecho, podemos decir que el consenso del mercado establece una cifra a partir de los 10 millones de euros como volumen ideal de capital ofertado.

La innovación, más que un requisito es una característica clave para que una compañía tenga éxito en este mercado bursátil. Ya tenemos buenos ejemplos de empresas innovadoras en el MAB y de adecuados procesos de comunicación al mercado de esta cualidad, que han permitido que las valoraciones recojan este importante intangible. Si observamos la imagen corporativa de las cuatro compañías que se encuentran cotizando hasta la fecha, recibimos ya un primer mensaje nítido de organización innovadora (logotipos atractivos, nombres corporativos que no pasan desapercibidos, etc.) y nos sugiere un negocio profesional que suscita interés.

La diferenciación en el mercado es otra importante característica a tener en cuenta. En una jornada reciente sobre el MAB surgió la cuestión de cómo podría acometer una compañía constructora e inmobiliaria este proceso, teniendo en cuenta las di-

ficultades por las que pasa el sector. El gran mérito de esta empresa es que había logrado obtener números positivos en los dos últimos años y su secreto estribaba en su modelo de negocio, que tenía una serie de peculiaridades que le diferenciaban claramente del resto de sus competidores.

Pero, no todas las compañías que cumplan los anteriores requisitos pueden ser consideradas aptas para acceder al MAB. Aparte de ser empresas en expansión, innovadoras, con un modelo de negocio diferencial, un estudio de la Universidad de Alcalá aporta una serie de criterios adicionales, basados en el tamaño de la compañía, definidos por la Comunidad Europea. Este estudio identificó más de 5.000 compañías con un perfil adecuado para cotizar en el MAB y las agrupó en 3 tipos sobre la base de determinadas magnitudes. Tipo A: entre 10 y 50 trabajadores con un volumen de negocio y balance superior a los 10 millones de euros. Tipo B: entre 50 y 250 trabajadores con una facturación y balance de 43 y 50 millones de euros, respectivamente. Tipo C: aquellas que superen las magnitudes del Tipo B.

Atendiendo a su localización geográfica, la mayor concentración de potenciales empresas aptas para el MAB se produce en Madrid y Cataluña, con casi el 50% de ellas, seguidas de la Comunidad Valenciana con un 10% y del País Vasco, Andalucía y Canarias con porcentajes que superan el 5% en cada caso. En cuanto al tipo de actividad o sector, de nuevo aludimos al carácter innovador, que es más común en negocios con fuerte componente tecnológico, como telecomunicaciones, tecnología, biotecnología y sanidad. No obstante, el estudio mencionado anteriormente incluye un buen número de compañías en los sectores de transporte, construcción e ingeniería.

Otro aspecto a destacar, que añade un indudable atractivo para el inversor, es el carácter internacional de la empresa. El tamaño del mercado al que se dirige la empresa es muy importante y el hecho de vender en el exterior indica potencial de crecimiento, así como cierto nivel de solvencia. También demuestra

que la compañía ha logrado atraer con su producto a clientes con perfiles distintos y adaptarse a otros criterios, que de nuevo evoca la idea de innovación. Aunque el estudio citado sólo puede ser tomado como referencia, lo que sí parece claro es que el potencial es tremendo. Las Administraciones Públicas, conscientes de la importancia del papel del MAB, ya han puesto en marcha un paquete de ayudas, principalmente fiscales, para incentivar la inversión en este mercado. Además existen compañías públicas, estatales y de Comunidades Autónomas, que financian los costes del proceso de admisión. Este compromiso se reforzará con toda probabilidad a medida que el MAB vaya adquiriendo peso.

AGENTES Y PASOS IMPORTANTES PARA AFRONTAR LA COTIZACIÓN EN EL MAB

Son muchos los agentes que intervienen en un proceso de colocación: la compañía, el MAB, el asesor registrado, el colocador, el proveedor de liquidez, el asesor financiero y el asesor legal. Todos ellos juegan un papel fundamental para que un proceso tenga éxito, siendo por supuesto la compañía el principal de todos, pues en definitiva es quien toma la decisión de acometer el proceso.

Como factor innovador, resaltaremos el papel del proveedor de liquidez, que como su nombre indica se encargará de garantizar la liquidez del título a través de un acuerdo con la compañía. En principio su papel es evitar turbulencias en el valor como consecuencia de un desequilibrio entre oferta y demanda que no esté motivado por cuestiones objetivas, de manera que el precio refleje, en la medida de lo posible, el valor de la compañía. Una de las entidades que ha desempeñado este papel en las primeras salidas, me comentaba que no se ha producido ninguna incidencia hasta la fecha; si bien es cierto que la experiencia aún es corta y que es una cuestión a vigilar.

En cuanto al proceso de salida podríamos dividirlo

en tres fases: i) fase de pre-análisis, ii) fase de incorporación y iii) fase post incorporación. Me detendré únicamente en la primera de las tres, pues es donde la compañía realiza un diagnóstico sobre la conveniencia de incorporarse al MAB y acomete una serie de labores que la perfilarán como candidata con altas posibilidades de éxito. En primer lugar, es necesario reflexionar sobre la estrategia y cerciorarse de que existe un plan de negocio que está alineado con esta estrategia. En segundo lugar, será necesario identificar los cambios que se tienen que producir para que la organización sea capaz de implementar su plan de negocio. Y por último, hay que definir un plan de acción con un calendario detallado que llegue hasta el momento de la incorporación.

Dependiendo de la situación de partida en cada caso, el nivel de esfuerzo en esta primera fase puede diferir considerablemente de una empresa a otra. Una organización que tenga una estructura profesionalizada, con una estrategia definida, auditada por una firma adecuada, con buenos sistemas de información y de control de gestión, partirá de una posición muy favorable y el camino por andar será más fluido.

Por último, un buen ejercicio de valoración es fundamental antes de tomar la decisión de seguir adelante. No olvidemos que hablamos de compañías en expansión y que, por tanto, es de esperar que buena parte de su valor haya que medirlo en relación a sus expectativas futuras. La compañía tiene que ser capaz de comunicar al mercado su potencial y asegurar que los riesgos de su negocio se han evaluado adecuadamente a la hora de medir los flujos de caja futuros, de forma que el retorno esperado para el inversor sea atractivo. Conviene además, antes de solicitar formalmente la admisión, realizar un primer contraste de los escenarios de valoración con el colocador y el proveedor de liquidez seleccionados, ya que la financiación que obtengamos va a depender en buena parte de este ejercicio.

Hasta ahora la experiencia de la mayoría de las compañías que se encuentran cotizando es que se han logrado precios acordes con las valoraciones realizadas, situación que en general no se está produciendo en las transacciones privadas. Las compañías deben ser conscientes de la importancia de la gestión del valor, ya que se trata de un aspecto dinámico que es necesario gestionar y comunicar a los inversores a lo largo de la vida de la empresa.

EL CAPITAL RIESGO, ¿SÓLO FINANCIACIÓN, O TAMBIÉN VENTA?

La visión más generalizada del sector del Capital Riesgo es que el MAB es aún un mercado muy

▶ TABLA 2. EL CAPITAL RIESGO EN ESPAÑA

Principales indicadores	2008	2009
Nº de Entidades de capital riesgo	179	185
Nº de Compañías participadas	n.d.	3.065*
Capitales totales en gestión (Millones €)	23.260	22.771
Captación de nuevos fondos (Millones €)	2.666	1.173
Volumen de inversión (año) (Millones €)	3.069	1.669
Nº total de operaciones (año)	912	898
Desinversiones (Millones €)	773	858

* Una vez eliminadas las operaciones sindicadas este número desciende a 2.395

Fuente : ASCRI

incipiente que necesita consolidarse como una opción real. Algunas cuestiones les preocupan especialmente, como la posibilidad de conformarse como una opción para la venta de sus participadas, los aspectos de valoración o los costes del proceso. No obstante, su visión es positiva y coinciden en que es una nueva alternativa para las empresas ante las restricciones financieras de la banca. El horizonte de cotizar es también un buen discurso de cara a los propietarios de empresas con los que actualmente se encuentran negociando una potencial participación.

En principio el MAB está pensado para compañías que quieran obtener financiación a través de ampliaciones de capital y no como una oportunidad de salida, al menos inmediata, para sus actuales accionistas. Las compañías de capital riesgo cuentan en su portfolio con participadas que pueden encajar en una de estas dos situaciones y casos mixtos.

Debemos tener en cuenta que el Capital Riesgo aporta a las compañías apoyos análogos al MAB – por supuesto con matices –, como son financiación, notoriedad y transparencia. Es quizá en el aspecto de la liquidez en el que el MAB tiene una más clara ventaja y donde reside el mayor atractivo para un jugador activo en este mercado.

En el momento actual el sector del Capital Riesgo dispone de unos 4.700 millones para invertir, por lo que en el corto plazo la financiación no es su principal prioridad. El atractivo radicará sobre todo en obtener capital de sustitución, una vez que el MAB esté más consolidado, con ventajas como evitar las cláusulas *drag-along* y *tag-along* (que protegen al grupo de accionistas principales de posturas minoritarias). El comportamiento de las valoraciones se verá cuando exista un *benchmarking* más amplio. Hasta el momento se han valorado participaciones minoritarias, cuestión bien distinta será cuando se valoren

mayorías o segundas rondas de financiación.

Un coste promedio del 10% sobre el capital que sale a Bolsa es muy superior al que se produce en transacciones de venta tradicionales, donde los honorarios de éxito o *success fee* suponen el concepto más importante, oscilando en un rango entre el 1% y el 3% del precio de venta. A esto hay que añadir los costes de servicios legales principalmente, ya que en las operaciones de venta el coste del proceso de *due diligence* suele correr a cargo del comprador.

Parece claro, pues, que el MAB es una alternativa que requerirá la atención del Capital Riesgo en los próximos meses. Merece la pena ser capaces de llegar a soluciones que satisfagan a todas las partes cuando este sector llame a la puerta del MAB, siempre que el negocio que se proponga ofrecer cumpla con las características requeridas, haya inversores dispuestos a invertir y existan mecanismos de información que comuniquen adecuadamente que el negocio encaja en sus criterios de rentabilidad esperada.

En la **tabla 2** se muestran algunas cifras que reflejan el importante papel que juega el capital riesgo en nuestro país y que refuerza las reflexiones anteriores. Tenemos todos los ingredientes necesarios para convertir al MAB en un mercado de referencia en Europa y el resto del mundo. Pero, para hacer que el MAB sea una auténtica realidad, es necesario que todos los actores que tenemos un papel que jugar (accionistas, directivos y empleados, financiadores, asesores, organismos reguladores, etc.) trabajemos juntos con rigor y entusiasmo. No olvidemos que mercados como el AIM y el Alternext son hoy una realidad y juegan en el mismo escenario que nosotros. Además, el MAB puede representar una oportunidad para acercarnos a Europa, impulsando la innovación y el desarrollo. Así que, como dicen los anglosajones, Think Big y tendremos éxito. 🚀