

IEB

INSTITUTO DE ESTUDIOS
BURSÁTILES



El MAB:
¿BOLSA O CAPITAL RIESGO
PRIVADO?

Patricia Vegas Arjona

enero de 2011

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	3
2. EL MAB, ¿LA SOLUCIÓN A LA FINANCIACIÓN.....	5
3. ¿BOLSA O CAPITAL RIESGO?	8
4. DIFERENCIAS CON EL MERCADO CONTINUO.....	11
4.1. NO ES UNA BOLSA.....	11
4.2 UN COSTE ASUMIBLE.....	13
4.3 LA LIQUIDEZ.....	14
5. REQUISITOS PARA ENTRAR EN EL MAB.....	16
5.1 CONDICIONES.....	16
5.2 PROCESO DE ADMISIÓN.....	19
6. COMPARATIVA CON OTROS PAÍSES.....	21
6.1 AIM, LA EXPERIENCIA DEL EJEMPLO.....	21
6.2ALTERNEXT, EL MERCADO FRANCES.....	24
7. EMPRESAS DEL MAB EN ESPAÑA.....	27
7.1 LAS AYUDAS FISCALES, UN APOYO.....	31
8. CONCLUSIONES.....	33
9. BIBLIOGRAFÍA.....	30

1. INTRODUCCIÓN

Con más de dos años de vida, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) cobra ahora más actualidad que nunca con esta crisis. Las reglas de juego en el mundo de la financiación han cambiado y las empresas tienen que asumirlo. Lejos queda la época dorada en el que las entidades bancarias eran las que buscaban al cliente y le ofrecían financiación a un coste extremadamente reducido, lo que permitía a las sociedades desarrollar cualquier proyecto. La restricción del crédito es una realidad y uno de los principales problemas de las compañías españolas. Sobre todo, se está convirtiendo en una realidad bastante dura para la pequeña y mediana empresa española –más conocida como pyme-, que es la que tiene los mayores problemas para conseguir liquidez.

Por ello, es imprescindible hablar de un mercado para ésta, ya que casi el 99% de las sociedades españolas se puede caracterizar como pequeñas y medianas compañías. Las pymes representan más de la mitad del PIB español, sin embargo, su presencia en la bolsa es prácticamente nula. De hecho, muy pocas de ellas utilizan el parqué como un camino para la financiación.

Acostumbradas a buscar el crédito en las entidades financieras, a las empresas les cuesta asumir que el modelo de financiación bancaria está cambiando y no se va a volver a la época dorada, en los que los bancos y cajas financiaban cualquier proyecto. Esta restricción se debe, sobre todo, a que el crédito cada vez es más caro, las entidades tienen que afrontar problemas de endeudamiento y la nueva regulación les obliga a cumplir con requisitos más exigentes de liquidez y de solvencia.

Con todos estos problemas sobre la mesa, las compañías buscan otros caminos que le permitan continuar con sus vías de expansión. El problema es que la falta de información, el desconocimiento de los instrumentos que existen o que mejor se adaptan a las pequeñas y medianas empresas constituyen a menudo una barrera importante para el desarrollo de su actividad.

A esta falta de información, se une la particularidad española, en la que el entramado empresarial tiene una reducida dimensión que debe tender a un proceso de fusiones y adquisiciones para ganar competitividad con las de tamaño medio de otros países de la Unión Europea. Este proceso de concentración generará unas necesidades de capitalización y financiación, que es necesario cubrir y en las que el MAB puede aportar mucho.

Y es que si se atiende a las alternativas de financiación que existen a parte de la financiación bancaria tradicional, a las compañías le quedan tres caminos para su supervivencia:

1. Emisiones de renta fija
2. Autofinanciación
3. Ampliaciones de capital

En un panorama de restricción del crédito, es difícil que una compañía de pequeño tamaño y sin rating pueda acudir al mercado en busca de nueva financiación a través de la renta fija. Aunque los mercados mayoristas se han

abierto para las grandes empresas con presencia internacional, el mercado de renta fija no suele ser una alternativa para las pymes, que no tienen una firma reconocida fuera de nuestras fronteras y no cuentan con una calificación crediticia que demuestre su solvencia.

Otro de los caminos para conseguir capital puede ser la autofinanciación. El problema es que los beneficios de las sociedades están disminuyendo en los últimos ejercicios, lo que hace menos viable obtener capital a través de los beneficios no distribuidos.

Por ello, la ampliación de capital o la venta de parte del ya existente abre las puertas a la viabilidad para este tipo de compañías. Dentro de estas alternativas, el capital riesgo, el Mercado Alternativo Bursátil y el salto al Mercado Continuo se convierten en los canales más útiles para sobrevivir a la crisis. Sin embargo, cada uno tiene su particularidad y características y no todos se adaptan a las pequeñas y medianas empresas españolas.

Y de ahí la necesidad de realizar este informe, en el que se pretende explicar a las pymes españolas las diferentes alternativas que tienen para buscar capital, que ahora tanto necesitan y en particular, la posibilidad de hacerlo a través del Mercado Alternativo Bursátil español. Aunque la restricción del crédito es una realidad, las compañías tienen que seguir luchando y creciendo en este entorno. En este estudio, no sólo se explica la problemática española, sino que se ha querido ir más allá analizando otros mercados alternativos internacionales, con más años de experiencia que el español como es el caso del londinense AIM o el francés Alternext.

2. EL MAB, ¿LA SOLUCIÓN A LA FINANCIACIÓN?

La actual coyuntura económica está imponiendo serias dificultades a las pequeñas y medianas empresas españolas. A la caída de la producción y de las ventas, se une las dificultades de acceso a la financiación, un incremento de la morosidad y el endurecimiento de los créditos. En este difícil clima empresarial, los mercados de capitales públicos resurgen con uno de los principales motivos de su razón de ser: la financiación. Hoy por hoy, son una oportunidad para las compañías que necesitan mejorar su capital externo.

Por ello, hace tan sólo dos años, Bolsas y Mercados Españoles desarrolló el MAB, un mercado destinado a pequeñas y medianas empresas que buscan expandirse, con un regulación diseñada específicamente para este tipo de compañías, ya que los costes y procesos de elaboración son inferiores a los de otros mercados.

El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) surge como una alternativa a la financiación. Es un mercado, pero no el tradicional que todo el mundo conoce como Mercado Continuo. Podemos decir que no es un mercado secundario oficial en el sentido del artículo 31 de la Ley del Mercado de Valores, sino un sistema multilateral de negociación (art 118 LMV). Es un mercado de valores destinado a empresas de reducida capitalización, que buscan crecer, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y con unos costes y procesos adaptados a sus características:

1. Cuenta con una regulación sencilla y operativa.
2. Está promovido y controlado por BME, pero la capacidad de supervisión y sanción corresponde a la CNMV.
3. Desde el punto de vista legal, se trata de un sistema de negociación multilateral.
4. Cuenta un régimen de información, contratación y costes más propios para pequeñas y medianas empresas, con requisitos rebajados respecto a los del Mercado Continuo.

El hecho de que sea un sistema multilateral de negociación y no un mercado secundario oficial tiene una serie de consecuencias que hay que conocer, ya que no les afecta las mismas regulaciones y exigencias:

1. Tiene una regulación especial. Al no ser un mercado secundario oficial, cuya regulación básica está en la ley del Mercado de Valores, se rige por una serie de Circulares aprobada por BME.
2. No se aplica la normativa de ofertas públicas de adquisición
3. Posee unos requisitos de información y transparencia menos exigentes que los del Mercado Continuo.

Pero, ¿qué aporta este mercado a una compañía de pequeña y mediana capitalización? Pues en la actualidad ofrece una serie de ventajas que las sociedades deberían de tener en cuenta:

1. **Financiación permanente.** Es importante que las compañías de pequeña y media capitalización tengan una línea de financiación continua para ir adecuando sus fondos a los proyectos. A diferencia de un banco, el mercado permite a las empresas tener el canal siempre preparado para realizar nuevas ampliaciones de capital. Así, se consigue el combustible para expandirse y seguir creciendo. Una vez que el capital de una sociedad ya cotiza, porque se han superado los requisitos de admisión, colocar nuevas emisiones resulta más fácil y barato.

2. **La calidad crediticia** de una compañía cotizada es mucho mejor que la de una empresa que no está en el parqué, porque está sometida a la supervisión no sólo de los reguladores, sino también de los propios inversores. Se le exige que cumplan con una serie de requisitos, que sirven de garantía para los accionistas.

3. **Captación de nuevos inversores.** Al estar en el mercado, la empresa va a ser capaz de tener acceso a un mayor número de inversores institucionales, que de otra forma no tendría. Los rigurosos controles de supervisión y transparencia son un sello de calidad para que los gestores puedan depositar el capital de sus fondos en estas empresas cotizadas. Además, sólo por el hecho de estar en una plataforma de negociación a la cual se puede acceder desde cualquier parte del mundo permite a las sociedades llegar a un mayor número de accionistas que sin cotizar no alcanzaría.

4. **Liquidez y transparencia.** Al estar en un mercado, los títulos se pueden negociar diariamente, lo que permite una mayor liquidez. Los mercados ofrecen la posibilidad de convertir en efectivo las acciones. Aunque estas empresas nunca podrán tener la misma liquidez que una compañía del principal índice español, el Ibex 35, la figura del proveedor de liquidez da contrapartida cada día. Además, para que exista un mínimo de liquidez, a las empresas que debutan en este parqué se les exige que como mínimo 2 millones de euros de free float –capital libre en bolsa-. Por otra parte, a las sociedades que cotizan en mercados reguladores se les obliga un nivel de transparencia en la información financiera, que es positivamente valorado por los inversores. Tradicionalmente las pequeñas empresas han sido muy opacas ofreciendo información. Sin embargo, cuando cotizan, la calidad y la periodicidad de ésta aumentan, lo que le permite tener una mayor transparencia.

5. **Valoración.** Cada día el mercado valora y pone un precio a la compañía. Aunque fuera de un mercado se puede contratar a un consultor para que realice la valoración, el parqué nos da la posibilidad de conocer el precio al momento y de una forma independiente, ya que es la oferta y la demanda la que marcará la cotización.

6. **Vía de remuneración.** Cualquier plan de opciones cobra mayor interés para los trabajadores. Si los títulos son líquidos y se pueden vender, pueden servir de remuneración a sus trabajadores. Las acciones se convierten en un instrumento de pago bastante eficaz. Además, se pueden recompensar a lo trabajadores introduciendo incentivos que vayan ligados a la revalorización de las acciones.

7. **Papel moneda para adquirir otras compañías,** sobre todo en un momento como el actual, en el que hay una falta de tesorería importante y la financiación es escasa. Las acciones pueden ser el papel moneda ideal para comprar otras

sociedades. Aunque esto también se realiza entre compañías no cotizadas, el hecho de estar en mercado dota de mayor atractivo a las acciones y permite que las transacciones se realicen con una mayor agilidad y sin el descuento de iliquidez.

8. Notoriedad y prestigio. El hecho de estar en un mercado aporta una mayor visibilidad e imagen simplemente por el hecho de estar en él, lo que beneficia a clientes y proveedores. Hay diversos estudios que aseguran que en los 18 meses posteriores a salir al mercado, las ventas son un 60% mayores que las de las compañías de su sector que son privadas.

Pero frente a esta serie de ventajas, este mercado, al igual que cualquier parqué, trae aparejado una serie de implicaciones y riesgos que hay que asumir desde el principio:

1. **Posibilidad de una opa.** Al estar cotizando parte del capital está libremente en bolsa. El accionista de referencia, que normalmente coincide con el creador de la sociedad, puede encontrarse dentro del accionariado con algún inversor *incómodo* que ha ido adquiriendo títulos. De esta forma, puede recibir alguna oferta de compra poco deseada.
2. **Obligaciones informativas.** No todas las empresas son válidas para este tipo de mercado, ya que los requisitos de información y exigencias de cotizar pueden ser excesivas para su tamaño.
3. **Coste.** El debutar y mantenerse en este tipo de mercados no es gratis, porque trae aparejado una serie de costes que la empresa tiene que conocer y asumir. Aunque dependerá del tamaño de la compañía, porque gran parte de los costes son variables en relación al capital que obtenga, un porcentaje importante del coste son las comisiones de colocación. El asesor registrado debe hacer un estudio de la sociedad, prepararla y acompañarla en el proceso. Lo mismo ocurre con los abogados y auditores. De hecho, los expertos dividen el coste de cotizar en dos:
 - Entrada. Se realiza cuando la empresa se plantea por primera vez salir al mercado (asesores, abogados, auditores, contables, colocadores...)
 - Permanencia. Es la cuota que tienen que abonar las sociedades sólo por el hecho de estar en un mercado.
4. **Examen continuo.** A diferencia de una empresa que no cotiza, el hecho de estar en el mercado obliga a la sociedad a pasar diariamente la prueba del mercado, que no es sencilla.

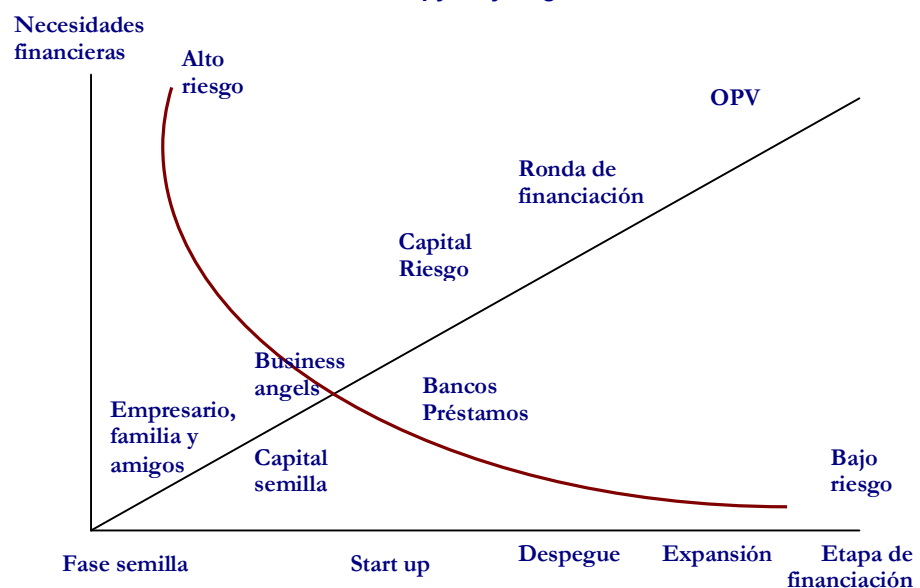
3. ¿BOLSA O CAPITAL RIESGO?

Una alternativa a medio camino

Los expertos aseguran que el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) es una alternativa de financiación que se encuentra a medio camino entre el capital riesgo y la salida definitiva al Mercado Continuo. En la evolución biológica de una sociedad es normal que ésta nazca con el capital del empresario, familia o amigos. En esta etapa inicial también se puede encontrar el apoyo del capital semilla. Si la compañía consigue desarrollarse en la primera etapa y mantiene su fase de expansión es normal que vuelva a necesitar más capital para su desarrollo. Ahí busca capital en las entidades bancarias, que suelen ser el camino más tradicional y utilizado por las pymes. Sin embargo, si el negocio continúa y quiere desarrollar sus planes de expansión, el siguiente paso natural suele ser el capital riesgo. Normalmente, el capital riesgo, formando parte del accionariado, permite al empresario mejorar los procesos de productividad y de negocio desde dentro.

No obstante, su tiempo en el accionariado tiene una fecha de caducidad, ya que lo que busca es rentabilizar su inversión. Uno de los caminos lógicos y que ahora permite el MAB es que éste nuevo socio es el que ayude a la sociedad a su paso en el parqué (ver gráfico).

Fases de desarrollo de la pyme y origen de los recursos



Fuente: Elaboración propia con datos de European Association of Development Agencies y Arcano

Aunque la financiación bancaria es la más utilizada por las pymes para cubrir sus necesidades financieras, esta alternativa resulta insuficiente para las empresas que tienen claras ideas de crecer y que ahora se encuentran ahogadas ante la falta de capital. Por ello, pueden ser buenas vías acudir al capital riesgo o ir directamente a los mercados bursátiles. Acudir a los mercados es una fórmula bastante novedosa para las empresas y en muchos casos es el camino para su supervivencia.

Hay que tener claro que no todas las alternativas de financiación valen para todas las compañías, ya que cada una se adapta a las características y momentos de la sociedad. La principal ventaja del MAB es que deja la puerta abierta al capital permanente. Los fondos de capital riesgo entran para que en algún momento, puedan vender y conseguir así plusvalías. Se involucran en la compañía para darle valor y venderla pasado cuatro o cinco años. Como bien demuestra el gráfico siguiente, el capital riesgo cuenta entre sus funciones con la capacidad de llevar a una empresa al parqué.

Funciones del capital riesgo

APOYO GESTIÓN

- Formación de la dirección para desarrollar el negocio
- Desarrollo de las diferentes áreas del negocio
- Mejora imagen externa
- Desarrollo de la red de contactos y especialista

EFICIENCIA

- Reestructuración de los costes y personal
- Financiación
- Desarrollo de los recursos propios
- Vínculo con los resultados

SALIDA A BOLSA

- Due diligence financiera, legal y fiscal.
- Asesoramiento en la conversión a NIIF
- Elaboración del documento legal
- Preparación y revisión del documento informativo
- ...

Es necesario valorar y analizar si a la empresa le interesa salir al Mercado Alternativo y, sobre todo, si está preparada para los requisitos de información y transparencia que se le exige. Esta decisión no sólo compete al presidente, que tiene que estar claramente preparado, sino a toda la empresa, inversores e incluso al capital riesgo si se encuentra en el capital de la sociedad.

Los mercados alternativos bursátiles: un cúmulo de intereses

EMPRESA

- Facilita acceso a recursos
- Regulación a medida y menor coste
- Proporciona liquidez a sus acciones
- Valoración objetiva de sus acciones
- Método para traer a los inversores y crecer una base accionarial

INVERSORES

- Nuevas oportunidades de inversión
- Medidas para asegurar la transparencia
- Medidas para proteger a los inversores minoritarios
- Medidas para aumentar la liquidez



MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

CAPITAL RIESGO

- Salida natural de sus inversiones
- Más fácil acceso a sus inversiones
- Mayor transparencia y liquidez

Fuente: Estrategias de Financiación

Como bien explica el gráfico anterior, el MAB no es solo un camino de financiación para las pymes, sin también la vía de negocio del capital riesgo. Al ser un camino de financiación, se permite dar salida a gran parte del capital riesgo que hay en España. Tras la restricción del crédito, el capital riesgo se ha quedado en sus carteras con empresas que tiene que dar salida y qué mejor camino que el Mercado Alternativo Bursátil. Al nacer este nuevo mercado se abre una puerta que antes no existía. El MAB viene dar solución a un problema que había hasta ahora en España y es que para vender una sociedad sólo podía realizarse a través de otro inversor institucional o a otra compañía de capital riesgo.

Por ello, este tipo de financiación cuenta con una serie de ventajas que el capital riesgo debe también aprovechar:

1. Vía de salida a su cartera. El MAB va a permitir que estos fondos de capital riesgo tengan una mayor rotación, ya que el mercado permite colocar sociedades que antes vendían sólo a un tercero.
2. Venta de compañías. Al ser un camino en el que las acciones se negocian, se pueden vender los títulos con más facilidad.
3. Acceder a liquidez sin deshacerse de la sociedad. Mantiene abierta la puerta de la financiación sin tener que vender el cien por cien de la compañía.

4. DIFERENCIAS CON EL MERCADO CONTINUO

4.1 NO ES UNA BOLSA

Los requisitos de transparencia e información a los que están sometidos las empresas cotizadas en el MAB son menos rigurosos que aquellos aplicables a las sociedades del Mercado Continuo. El MAB como se comentado anteriormente es un sistema multilateral de negociación (SMN), que se desarrolló en las leyes españolas tras la transposición de la directiva Mifid de 2007, por lo que no se incluye como mercados oficiales, a los que se refiere la ley del Mercado de Valores en su artículo 31.1. Esto implica que las empresas que quieran formar parte del MAB tendrán una serie de requisitos y obligaciones más laxas que en el resto de bolsas españolas, que hay que conocer.

Desde el comienzo de la colocación las exigencias para uno u otro mercado son diferentes. Si realiza una OPV o OPS, independientemente del mercado que sea, será necesario un folleto informativo. Una exigencia que no están realizando las empresas para salir al MAB principalmente por dos motivos:

En primer lugar, porque como ya se ha explicado, el MAB no es un mercado secundario oficial. En el segundo caso, porque la ley reconoce que no es necesario registrar un folleto informativo en la CNMV en los siguientes supuestos:

- a) Si la cantidad de la oferta es inferior a 2,5 millones de euros;
- b) Si la oferta se dirige exclusivamente a inversores cualificados;
- c) Si se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la UE, sin incluir los cualificados;
- d) Si se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno.

A este último supuesto es al que se acogen la mayoría de las empresas del MAB, y así se pueden ahorrar todo el trámite burocrático y el coste de un folleto de emisión. Cuando no se hace un folleto de emisión, la empresa desarrolla un folleto informativo, que es más sencillo. Además, el hecho de presentar este documento hace que sea BME el que lo valide a diferencia de un folleto de emisión, que depende de la CNMV,

Comparación de las obligaciones de acceso al MAB frente a la Bolsa			
Obligación	Instrumento	MAB	Bolsas
Información financiera inicial	Folleto de emisión OPV	Depende	-
	Folleto admisión	No	Si
	Folleto informativo inicial	Si	No

Otra de las diferencias con el Mercado Continuo es el capital que quiere la empresa sacar al parque. Mientras en el MAB como mínimo hay que colocar 2 millones de euros como free float en la bolsa se exigen 6 millones de euros. Si no se realiza OPV en el MAB, los accionistas con menos del 5% del capital social deberán representar mínimo 2 millones.

En el siguiente cuadro se puede analizar las diferencias que existen entre los distintos mercados españoles.

Comparación de las obligaciones de acceso al MAB frente a la Bolsa			
Obligación	Instrumento	MAB	Bolsas
Capital	Mínimo para debutar	2 millones	6 millones
	Free- float	Sin oferta previa, los accionistas con menos del 5% del capital social deberán representar mínimo 2 millones	Al menos 100 accionistas con participación individual inferior al 25% del capital social
	Lock up	Por un año para compañías con antigüedad inferior a 2 años, aplicable a accionistas de referencia y directivos.	No existe periodo mínimo. La práctica de mercado son 180 días para los accionistas y otras personas (directivos).
Asesoramiento	Asesor registrado	Obligatorio	No se requiere
Información financiera	Infor. Financiera trimestral	No	Sí
	Infor. Financiera semestral	Cuentas anuales resumidas individuales y consolidadas, en su caso. Plazo 3 meses	Cuentas anuales resumidas individuales y consolidadas, informe de gestión. Plazo: 2 meses.
	Infor. Financiera anual	Cuentas anuales individuales y consolidadas auditadas e informe de gestión, en su caso. Plazo: 4 meses	Cuentas anuales auditadas e informe de gestión consolidados e individuales. Plazo: 4 meses.
Participaciones significativas	Accionistas	10% y múltiplos	3%
	Administradores y directivos	1% y múltiplos	Cualquier participación

Debido a las menores exigencias del informe y al limitado tamaño de las empresas, se les exige que contraten a un asesor registrado y un proveedor liquidez. El primero será el asesor que les aconseje en toda la colocación y que después en el parqué le ayude a cumplir con los requisitos de información, mientras que el segundo facilitará la liquidez que busca el accionista.

También las exigencias de comunicación de información financiera y de participaciones significativas son más exigentes y exhaustivas en el Mercado Continuo que en el MAB (ver gráfico adjunto).

Una de las regulaciones que no afectan a las empresas del MAB y que los inversores tienen que conocer es la normativa que regula el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición (opa). De hecho, esta particularidad viene recogida en la Circular 5/2010, ya que ahí se plantea la posibilidad de que una sociedad pueda cambiar su control. Si alguien pretende adquirir más del 50% de una sociedad cotizada en el MAB, únicamente puede hacerlo si amplía la oferta a todos los accionistas de la sociedad. A diferencia de la ley de opas, en las compañías del MAB se lanzaría una oferta si se quiere superar el 50% del

capital frente al 30% que recoge la normativa aplicable a las sociedades cotizadas en bolsa.

Otra de las regulaciones que tampoco le afecta son todas las normas de Gobierno Corporativo, pero que sí son obligatorias para las sociedades que están en el Mercado de Valores.

Esta disparidad de información puede llevar a que más de alguna sociedad que ahora se encuentra en el Mercado Continuo y que apenas tenga liquidez quiera mantener la puerta abierta del mercado de financiación se plantee cambiarse al MAB ante los sencillos requisitos de información y el menor coste. Aunque la aspiración de los promotores del MAB es que este mercado se convierta en la plataforma de lanzamiento hacia la bolsa tradicional, son conscientes de que la posibilidad inversa es una realidad y es lo que ha ocurrido en otros mercados como el inglés. En todo caso, lo deseable para la economía española es que la pyme española utilizase el MAB como trampolín de crecimiento y expansión, para que tras ganar tamaño, pudiese saltar al mercado oficial.

4.2 UN COSTE ASUMIBLE

Una de las principales preguntas que realizan las empresas antes de pensar si pueden acudir a este mercado es cuánto cuesta salir al parqué. Como ya se ha comentado anteriormente existen dos costes a los que la empresa tiene que hacer frente, pero que son inferiores a los del Mercado Continuo:

1º. **Coste de salida.** En él se recoge el cobro de asesores, abogados, auditores, contables, colocadores... En las empresas del MAB estos costes suelen rondar entre el 10 y el 12% del capital que obtengan, por lo que no suele rebasar el millón de euros. En los años del boom bursátil, las empresas como Técnicas Reunidas o BME llegaron a pagar más de 20 millones de euros por poner un pie en el parqué, mientras que la más barata fue **Astroc, pero llegó a superar los 6,5 millones de euros, que era prácticamente un porcentaje similar, pero si se mira en número totales la cifra es bastante superior, debido a que el capital obtenido va en la misma proporción.**

De hecho, según Bolsa de Madrid, sólo por empezar a cotizar a los valores nacionales de renta variable se aplica un canon sobre el valor nominal total de los valores a admitir con un mínimo de 50 euros:

- De 0 a 230 millones de euros el 1 por mil.
- Resto, a partir de 230 millones de euros el 0,1 por mil.

Por el contrario, la tarifa del MAB es bastante más escasa. Por incorporarse a este mercado, la empresa deberá pagar una tarifa fija de 6.000 euros más un 0,5 por mil sobre el capital admitido. Es decir, si cotizan 40 millones de euros, la sociedad tendría que darle a Bolsas y Mercados un cheque de 2.000 euros adicional a los 6.000 comentados.

Debido al componente fijo de determinados costes, el porcentaje puede representar más del capital que en una operación del Mercado Continuo. No obstante, la comparación deber realizarse con el coste que supondría para

este tipo de compañías financiarse por otras vías, como un préstamo, emisiones de renta fija...

2. Costes de permanencia. Es la cuota que tienen que abonar las sociedades sólo por el hecho de estar en un mercado. En el caso de las empresas del MAB, los servicios de mantenimiento suponen 6.000 euros al año. En el caso del Mercado Continuo, el cano de permanecer es de 0,045 por mil sobre su capitalización al cierre de la última sesión del año.

4.3 LA LIQUIDEZ, ¿UN PROBLEMA EN ESTE MERCADO?

Otra de las principales dudas y críticas que ha tenido el Mercado Alternativo Bursátil desde su nacimiento frente al Mercado Continuo es si las empresas iban a tener la suficiente liquidez para estar cotizando en él. Para que la liquidez no sea un problema, desde Bolsas y Mercados Españoles (BME) se establecieron tres soluciones:

1. **Free- Float.** Para que una empresa pueda cotizar en este mercado es necesario que como mínimo coloque 2 millones de euros de su capital (OPV ó OPS). Si la idea es hacer un *listing*, debería colocar también esa cuantía entre los accionistas con menos de un 5% del capital. Esto debería permitir tener un volumen mínimo y evitar un posible estrangulamiento del valor.
2. **Proveedor de liquidez.** Otra de las soluciones es la creación de esta figura, que no existe en el Mercado Continuo, pero que sí tiene larga tradición en otras plataformas internacionales de mercados alternativos. La idea es que el proveedor de liquidez facilite al accionista de la compañía la posibilidad de vender o comprar. El proveedor de liquidez se encarga de dar contrapartida dentro de sus horarios de negociación y de acuerdo a las normas de contratación. “Esta entidad deberá ser una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito con la que la sociedad cotizada o alguno de los accionistas de referencia de la sociedad cotizada hubiera concertado un contrato de liquidez. En el marco de dicho contrato, la Comisión de Supervisión del Mercado estudiará la posible actuación por cuenta propia del Proveedor de Liquidez”, relata la circular 7/2010 sobre Normas de Contratación de acciones de empresas en expansión en el Mercado Alternativo Bursátil. Además, esta circular explica que el objeto de este contrato será favorecer “la liquidez de las transacciones, conseguir una suficiente frecuencia de contratación y reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado”. El contrato de liquidez deberá establecer un sistema de remuneración del Proveedor de Liquidez que no le aliente a influir artificialmente sobre el precio o volumen de las transacciones.
3. **Cotización en fixing.** Otra de las soluciones es que a diferencia de las empresas del Mercado Continuo que cotizan en horario continuado de 9 de la mañana a 17:35, las empresas del MAB tienen la posibilidad de cotizar en fixing –es una posibilidad, no obligación ya que también pueden cotizar durante toda la sesión-. Es decir, se fija precio sólo dos veces al día: a las 12 y a las 16.00 horas. De esta forma, las órdenes de compra y de venta se agolpan en ese momento, lo que facilita el intercambio de títulos en

empresas de este tamaño. En la actualidad, tan sólo una empresa del MAB cotiza durante toda la sesión, mientras que el resto sólo realiza dos cruces.

- 4. El ETF, una alternativa.** Uno de los caminos para mejorar la liquidez de este tipo de compañías podría ser la creación de un ETF para el Mercado Alternativo Bursátil. Hay que tener en cuenta que este híbrido entre las acciones y los fondos de inversión, permiten al inversor comprar un título durante cualquier momento de la sesión, pero con la ventaja de que replica una cesta de valores, que en este caso podría ser el MAB. Esto permitiría incrementar la liquidez de las acciones de estas sociedades y mejorar la visibilidad de este mercado.

A pesar de las medidas que ha tomado BME para mejorar la liquidez de estos valores, hay que tener en cuenta que todavía el MAB es un mercado incipiente. Su mayor conocimiento, difusión y trayectoria profesional, unido a unas empresas cotizadas de mayor tamaño, permitirían tener una mayor liquidez. **No obstante, el inversor tiene que ser consciente de que el MAB no es el Mercado Continuo, que está creado para salir y entrar en todo momento. El inversor de empresas de MAB se encuentra a medio camino entre el mercado y el capital riesgo, ya que es consciente de que tendrá liquidez dentro de su participación, pero no la misma que en una empresa que cotice en bolsa. Lo lógico del MAB es que el inversor esté en la sociedad en torno a dos o tres años.**

5. REQUISITOS DE INCORPORACIÓN EN EL MAB

5.1 CONDICIONES

Los requisitos para que una empresa entre a formar parte del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) vienen regulados en varias circulares. En esta legislación, lo que se ha intentado es buscar un equilibrio entre la transparencia necesaria para garantizar el adecuado funcionamiento del mercado y la protección de los inversores y la proporcionalidad en la exigencia de requisitos adaptados a empresas de pequeña y mediana capitalización

Las exigencias de formar parte de este mercado se pueden dividir en tres:

1. **Exigencias a las entidades emisoras**
2. **Exigencias informativas**
3. **Exigencias al accionista**

5.1.1. REQUISITOS A LA ENTIDAD EMISORA

Las empresas tienen varios requisitos que cumplir.

Formales

Para que una empresa forme parte del MAB tiene que **ser sociedad anónima**, española o extranjera. El MAB abre la puerta a que otras empresas internacionales elijan el mercado alternativo español como camino para su financiación.

También se exige que el **capital esté totalmente desembolsado** y que tenga capacidad libre de ser transmisible. Pueden existir pactos para sociales que incluyan alguna restricción, pero deberán de hacerse públicos. Por último, las acciones deben estar representadas mediante anotaciones en cuenta.

Estándares contables

Es la forma de presentar la contabilidad. Existen dos opciones:

- Si la empresa pertenece a la Unión Europea puede optar por presentar sus cuentas en NIIF o por el estándar contable nacional.
- La empresa que no sea miembro de la UE podrá por presentar las cuentas por NIIF o por el método US GAAP.

Actividad

Para que el MAB no sea un mercado en el que todo vale se ha establecido una serie de requisitos para las empresas:

- La actividad empresarial tiene que estar contrastada. Es decir, que pertenezca al segmento de empresas en expansión y que la sociedad comercialice algún producto o servicio o que esté en actuaciones relevantes preparatorias.

- O bien, que obtenga ingresos significativos de comercialización o de aportaciones financieras fundamentadas en actuaciones preparatorias.

Aquellas sociedades que, en el momento en que soliciten la incorporación de sus acciones, no cuenten con dos ejercicios completos deberán presentar unas previsiones o estimaciones relativas al ejercicio en curso y al siguiente en las que, al menos, se contenga información numérica sobre ingresos o ventas, costes, gastos generales, gastos financieros, amortizaciones y beneficio antes de impuestos. Esta información deberá remitirse hasta que la antigüedad de la compañía alcance tres ejercicios.

Información inicial

Para que la empresa empiece a cotizar se le pide dos documentos:

- Documento informativo. Las empresas tienen que presentar ante el MAB un documento informativo en el que se detalle la información de la compañía, negocio y perspectivas. El documento informativo se asemeja a un folleto informativo, pero es más sencillo, como se ha comentado anteriormente.
- Estatutos. Es necesario que esta sociedad también modifique parte de sus estatutos en los que se incluyan: la comunicación de las participaciones significativas, la publicidad de los pactos parasociales, y los mecanismos de compra de acciones a los inversores en caso de exclusión de negociación de MAB o cambio de control.

Designación de un asesor registrado

Por el hecho de saltar a este tipo de mercado, la empresa tiene que contratar a un asesor registrado y a un proveedor de liquidez

Colocación mínima

Otro de los requisitos es que la empresa coloque en el parqué un capital libre en bolsa de al menos 2 millones de euros, bien sea por:

- OPV, OPS u oferta privada
- Mediante listing. En este sentido, el conjunto de las acciones en propiedad de los accionistas con participación inferior al 5% deberá representar un valor de al menos 2 millones de euros.

5.1.2. REQUISITOS DE INFORMACIÓN

Cuando la empresa ya está cotizando, los requisitos de información son los siguientes:

Información periódica

Las empresas tienen que presentar la información periódica anual y semestral. A diferencia de la bolsa, aquí no hay información trimestral, sino una en el primer semestre y otra al cierre del ejercicio.

- Semestral. Se comunica durante los tres meses siguientes a la final del primer semestre:
 - Cuentas resumidas no auditadas
 - Hechos relevantes
 - Actualización y grado de cumplimiento de las previsiones, en su caso
 - Relación de accionistas con más del 10% del capital
- Anual. Se comunica los cuatro meses siguientes al cierre de ejercicio:
 - Cuentas anuales auditadas
 - Actualización y grado de cumplimiento de las previsiones del negocio

Información relevante

Es aquella que puede afectar para adquirir o vender acciones e influya de forma sensible en la cotización. Por ello, se comunicará de manera inmediata.

Otras informaciones

Otro de los requisitos es comunicar las participaciones significativas, las operaciones realizadas por los administradores y los pactos parasociales.

La información tendrá un registro público y una publicación en la página del MAB y en la página web de la compañía.

5.1.3. REQUISITOS DEL ACCIONISTA

Periodo de lock up

En el supuesto de que la actividad de la sociedad tenga una antigüedad inferior a dos años, los accionistas de referencia y los principales directivos deberán comprometerse a no vender acciones ni realizar operaciones equivalentes a ventas de acciones dentro del año siguiente a la incorporación de la sociedad al Mercado.

Comunicar las participaciones significativas

Es importante que los accionistas que alcancen, superen o desciendan del 10% y múltiplos lo comuniquen al mercado. En caso de administradores y directivos las operaciones deben cumplimentarse y comunicar a partir del 1% y múltiplos.

Información de pactos para sociales

Siempre que se restrinja la transmisibilidad y afecten a los derechos de voto es necesario comunicarlo al mercado.

Cambio de control de la sociedad

Si el accionista recibe una oferta de compra por la cual ostentaría más del 50% de la empresa, no se podrá aceptar al menos que el adquirente ofrezca a todos los accionistas iguales condiciones de compra

5.1 PROCESOS DE ADMISIÓN

Si una empresa quiere salir al mercado tiene que tener claro que su puesta a punto tiene dos procesos:

1. Preparación de la sociedad
2. Acceso al Mercado Alternativo

5.2.1 PREPARACIÓN PREVIA DE LA SOCIEDAD

Es la fase más intensa y laboriosa y el tiempo lo marcarán los trabajos previos que la sociedad haya ya realizado.

Los requisitos son comunes para todas, pero es verdad que hay sociedades que ya tienen gran parte del camino andado gracias a una labor previa de transparencia y buen hacer, como tener las cuentas en formato NIIF, ser sociedad anónima o tener totalmente el capital desembolsado.

Pasos antes de saltar al parque

Actuación	Responsable	Detalle
Preparación de los estados financieros	Compañía/ Asesor Auditor	Cuentas, balance, políticas contables utilizadas.
Estructura societaria	Compañía/ Asesor legal	Soc Anónima. Capital totalmente desembolsado.
Preparación del documento informativo	Compañía/ Asesor registrado	Documentación necesaria para presentar ante el MAB el proceso de admisión. Detalle de las cuestiones legales y financieras
Elaboración del equity story	Compañía/ Banco colocador	Preparación de un documento descriptivo sobre la historia, el presente y el plan de negocio de la empresa
Valoración	Compañía/ Banco colocador	Determinación de un rango de valor para acordar con las entidades colocadoras
Determinación preliminar de la oferta	Compañía/ Banco colocador	OPV/ OPS/ listing. Tramos de la oferta e inversor al que va dirigida
Selección de colocador y proveedor de liquidez	Compañía/ Banco colocador	Selección de entidad colocadora y proveedor de liquidez

Fuente: Pricewaterhousecoopers

Dentro de este proceso uno de los pasos más importantes para la sociedad es el capital que quiere obtener con su debut en el parque. Aunque normalmente la idea de la sociedad es conseguir el mayor posible, hay que tener en cuenta que al ser empresas de pequeña capitalización, el volumen de dinero va en relación a su tamaño. El proceso se complica si la oferta va destinada al público en

general más que si va a inversores cualificados, ya que en el primer caso estaríamos ante una oferta pública que exige registrar el folleto.

5.2.2 PREPARACIÓN PREVIA AL MAB

Tras conseguir los pasos previos, es necesario que el Mercado Alternativo Bursátil apruebe el expediente de admisión porque el dará el pistoletazo de salida para la fase de acceso en este mercado.

Pasos del proceso de acceso

Actuación	Responsable	Detalle
Aprobación del Expediente de Admisión	Mab	La aprobación del expediente de admisión y la evaluación de la idoneidad marcan el inicio de esta etapa
Roadshow	Compañía/ asesor financiero/ entidad colocadora	Con la información comercial y técnicas de la compañía preparada, comienza el roadshow entre analistas e inversores
Book- building	Entidad colocadora	Tras el acuerdo de una banda de precios y los tramos que componen la oferta, la entidad colocadora conforma el universo de compradores y suscriptores
Determinación del precio final	Entidad colocadora/ mercado	En función de la demanda registrada durante el proceso del book building, el precio de salida queda fijado.
Inicio de cotización	Mab/ proveedor de liquidez	El proveedor de liquidez facilita el cruce de transacciones para lograr una frecuencia de contratación suficiente

Fuente: Pricewaterhousecoopers

Aunque es un proceso intenso, desde que el MAB aprueba el expediente de admisión hasta que la empresa toca la campana en el parqué pueden pasar más de dos semanas. Se realizan jornadas maratónicas, para poder ver al mayor número de inversores posibles y tener así una masa crítica importante.

6. COMPARATIVA CON OTROS MERCADOS INTERNACIONALES

Aunque la apertura de mercados alternativos es una tendencia que se está realizando en todo el mundo (en la actualidad existen 10 mercados alternativos), también tiene una parte muy local, porque el inversor y las empresas que los conforman suelen ser en su mayoría de la región. Y para ello, no sólo hay que ver el MAB, que tan sólo tiene dos años de vida en empresas en expansión, ya que en el resto de parques se repite una historia similar. De hecho, es que todos cumplen con la característica de aportar financiación, prestigio, transparencia y liquidez a las sociedades, que de otra forma no conseguirían.

Mercados alternativos en otros países

Mercado	País	Nº compañías	Fecha de creación
AIM	Reino Unido	1198	1995
Dansk AMP	Dinamarca	104	1998
GEM	China	189	2003
Expandi	Italia	39	2005
Plus	Reino Unido	220	2005
Alternext	Francia	140	2005
First Nort	Suecia, Finlandia y Islandia	130	2005
Iex	Irlanda	31	2005
MAB	España	12	2008
Altie Target	Suecia	95	2007

Para realizar un análisis detallado de los mercados internacionales es importante focalizar la atención en dos de los que más éxito han tenido y que podrían también servir de escaparate para las sociedades españolas, como son:

- **AIM**
- **ALTERNEXT**

6.1. AIM, EL MEJOR EJEMPLO DE ÉXITO

Solo hay que ver el AIM para conocer la fórmula de mercado en expansión con más éxito del mundo. El AIM británico, que empezó su andadura en 1995 con 10 empresas, que a finales de año ya eran 120 empresas -40 de ellas procedían de la London Stock Exchange-, en la actualidad cuenta con casi 1.200 compañías, con lo que ha multiplicado por 10 el número de sociedades.

El gran salto de este mercado se produce con el boom bursátil en 2005, cuando el buen comportamiento de los mercados incentiva las salidas a bolsa de este tipo de sociedades. En concreto, en el AIM hay 1.198 compañías, un 29 por ciento menos que en la época dorada de 2006.

Este mercado está regulado por las normas establecidas por el AIM y que afectan a las compañías que forman parte de ese parque, a los asesores

registrados –conocidos como Nomad- y a los procedimientos disciplinarios y apelaciones.

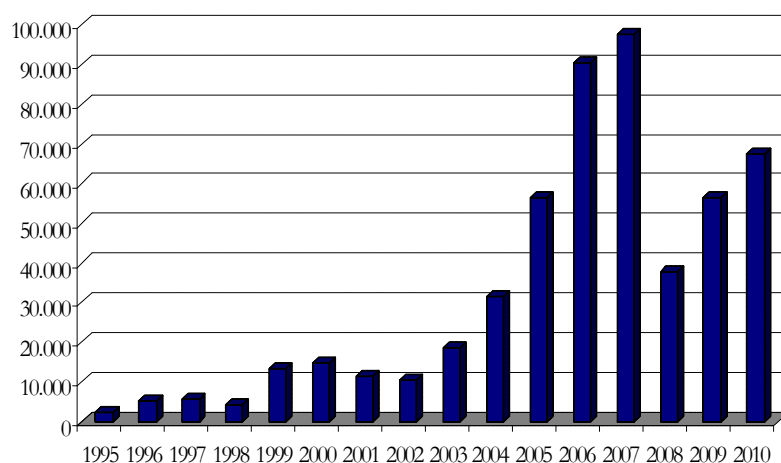
Las figuras profesionales que acompañan y asesoran a las empresas en el AIM son muy similares a las del mercado español, ya que existen dos agentes principalmente. Los asesores registrados, cuya función es formar a la empresa en todo el proceso de colocación de los títulos y asesorar sobre las necesidades de información una vez que ya está en el mercado. Otro de los agentes es el broker, que en España corresponderían a los proveedores de liquidez, ya que su misión es proveer de liquidez a los títulos. Sin embargo, en este mercado también tienen vital importancia los especialistas de mercado, en los que se incluyen auditores, abogados, comunicación... Estas personas asesoran y acompañan también a la sociedad en todo el proceso de colocación.

Sin embargo, sí se encuentran algunas diferencias en los requisitos para que las empresas salten a este mercado del AIM frente al MAB. En primer lugar, porque no se les exige un mínimo de capitalización o de free float, como sí ocurre en el MAB. En este mercado, al igual que en el español se le pide que las acciones tengan una libre transmisibilidad, pero no se exige un número mínimo de accionistas.

Aunque no se pide que la sociedad tenga una antigüedad mínima o que tenga beneficios, la realidad es que las empresas deben tener por lo menos dos años para poder cotizar.

Otra de las claves del éxito de este mercado reside en sus ventajas fiscales, tanto para inversores como para las empresas del AIM. En primer lugar, los inversores que decidan entrar en este mercado van a contar con una fiscalidad favorable por las plusvalías que obtengan en su inversión en las empresas de este mercado, ya que a efectos fiscales se consideran como empresas no cotizadas. En segundo lugar, porque las compañías que se decidan por cotizar en el AIM cuentan con la posibilidad de una reducción en la cuota impositiva del año en el que realizan la emisión. Ésta es una de las razones, por las que el AIM cuenta en la actualidad con una capitalización de más de 67.000 millones de libras.

Capitalización de las empresas del AIM en millones de libras



Esta capacidad de financiación ha permitido que con 15 años de vida ya hayan pasado por el AIM 2.800 empresas.

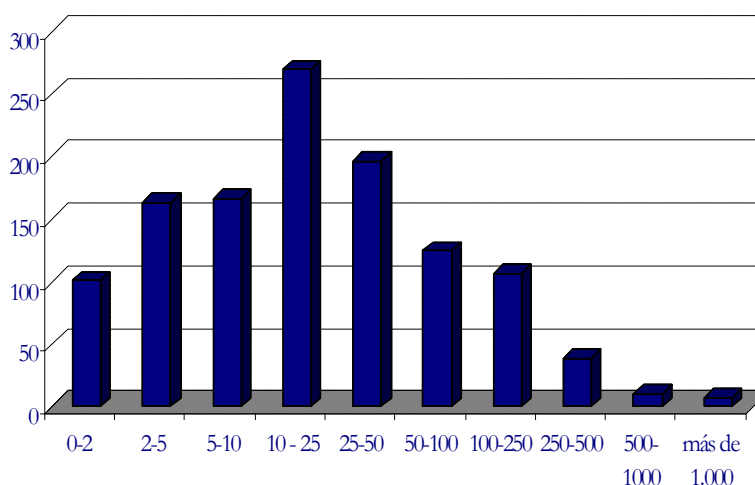
Aunque es uno de los mercados más internacionales, la presencia local es bastante fuerte y supone más del 80 por ciento del total.

Evolución del número de empresas del AIM

Numero de compañías	Reino Unido	Internacionales	Total
19/06/1995	10	0	10
1995	118	3	121
1996	235	17	252
1997	286	22	308
1998	291	21	312
1999	325	22	347
2000	493	31	524
2001	587	42	629
2002	654	50	704
2003	694	60	754
2004	905	116	1021
2005	1,179	220	1,399
2006	1330	304	1,634
2007	1347	347	1,694
2008	1233	317	1550
2009	1052	241	1,293
2010	974	224	1,198

Como es lógico, la capitalización de sus sociedades es pequeña, aunque no tan reducida como la de las sociedad españolas, ya que ronda los 56 millones de libras. No obstante, la capitalización media de este mercado hay que analizarla cuidadosamente con pinzas, ya que existe una gran disparidad entre las grandes sociedades y las pequeñas. Hay que tener en cuenta que en el AIM cotizan empresas con 1.400 millones de libras –es decir, lo que vale Sacyr, que ahora se encuentra en el lbex 35-. Para algunos expertos ésta es la gran diferencia entre el MAB y el AIM, porque existen más de 15 empresas que valen 500 millones de libras, un valor que no alcanza ninguna de las compañías que están en el MAB.

Distribución del número de empresas por capitalización (mll de libras)



Ranking de las empresas del AIM por capitalización (mln de libras)

Compañía		Sector	Cap. (mln)
EUROPEAN	GOLDFIELDS	Minera	1,467.30
AFRICAN	MINERALS	Minera	1,188.43
GULF	KEYSTONE	Exploración y Producción	1,169.08
SONGBIRD	ESTATES	Inmobiliario	1,093.83
ASOS		Retail	1,072.65
PLAYTECH	LTD	Software	1,052.01
BANKERS	PETROLEUM	Exploración y Producción	1,023.11
INDUS	GAS	Exploración y Producción	823.11
ALLIANCE	PHARMA	Farmacéutica	821.48
ENERGY	XXI(BERMUDA)	Exploración y Producción	773.75
GREEN	DRAGON	Petrolera	694.27
RENESOLA	LTD	Energías renovables	670.01
ASIAN	CITRUS	Agricultura	633.07
ROCKHOPPER	EXPLORATION	Exploración y Producción	613.13
ABCAM		Biotecnológica	605.42
DATATEC		Servicios Informáticos	573.52
EASTERN	PLATINUM	Materias primas	551.87
HIGHLAND	GOLD	Materias primas	515.16

Al igual que en el MAB existe una gran variedad de sectores, con lo que se diferencia de un Nuevo Mercado, que era esencialmente tecnológico. De hecho, los que más relevancia tienen son los relacionados con el mundo financiero y las materias primas –petróleo y gas-. En tercer lugar, estarían las sociedades relacionadas con materiales básicos, es decir, químicas, papeleras, metales industriales y mineras.

6.2 ALTERNEXT, UN EJEMPLO FRANCÉS

El Alternext es el mercado para pequeñas y medianas compañías que creó Euronext en 2005. Este mercado está regulado y organizado por la normativa que establece Euronext, la AMF (Autoridades del Mercado Financiero Francés) y las derivadas de la transposición de la Mifid en 2007. Al igual que el MAB, no es un mercado regulado, aunque sí está supervisado por Euronext.

El Alternext es ligeramente más estricto que el AIM y el BME, ya que exige que las empresas tengan al menos 2,5 millones de euros de *free float* -0,5 millones más que el español y por encima del AIM que no fija ningún mínimo de capital libre en bolsa-. Además, en el caso de que la colocación se realice mediante listing, la empresa debe aumentar el capital hasta los 5 millones de euros y debe contar con 5 accionistas como mínimo. Estas restricciones no están reguladas en los otros mercados alternativos. Sin embargo, al igual que el AIM cuenta con una serie de ventajas fiscales como es la exención en el impuesto de sucesiones.

Otro de las particularidades que tiene es que la empresa tiene que tener como mínimo dos años de vida y se exige que se contrate a un asesor registrado, un

broker, un auditor y un abogado externo. En este sentido, vuelve a ser más exigente que el AIM o que el MAB

Este mercado ya abarca a más de 140, en los que se ven representados sectores muy diversos como la información tecnológica, servicios informáticos, telecomunicaciones, farmacia, construcción o utilities. Aunque la capitalización media ronda los 30 millones de euros, hay que tener en cuenta en este mercado existen más de 10 compañías que superan los 90 millones de euros de valor bursátil. No obstante, también hay que decir que existen más de una docena de sociedades por debajo de los 10 millones de euros.

Ranking empresas Alternext por capitalización

Nombre de la empresa	Capitalización
Ales Groupe S.A.	168
Ventos S.A.	142
CBo Territoria S.A.	140
Societe Commerciale de Brasserie	129
1000mercis	124
Carmat	109
LeGuide.com S.A.	100
Voyageurs du Monde S.A.	98
AgFeed Industries Inc.	94
STS Group S.A.	93
Heurtey Petrochem S.A.	83
GECI Aviation S.A.	82
Collectis S.A.	80
Evolis S.A.	78
ExonHit Therapeutics S.A.	78
SafeTIC S.A.	74
Poweo S.A.	72
Assya Compagnie Financiere	71
Groupe Promeo S.A.	70
Trilogiq	70
Hotel Regina Paris S.A.	69
Piscines Desjoyaux S.A.	66
Eurasia Groupe S.A.	66
AgroGeneration S.A.	66
Emailvision S.A.	66
CNPV Solar Power S.A.	64
Demos S.A.	61
Medicrea International S.A.	59
Solutions 30 S.A.	55
Weborama	54
Auplata S.A.	51
Eurogerm S.A.	51
Poujoulat S.A.	50
Koninklijke Reesink N.V.	50
Genfit S.A.	50

Resumen de las diferencias entre los mercados

	MAB	AIM	Alternext
Organiza/regula	BME	Bolsa de Londres	Euronext
Se destina a	Empresas en expansión	Empresas pequeñas	Empresas pequeñas
Área geográfica	Mundial	Mundial	Mundial
Normas que lo regulan	Reglamento del MAB	AIM rules for companies	Alternext rules
	Circulares del MAB	AIM rules for nominated advisers	Regulación de la AMF
	Transposición de las directivas	AIM disciplinary procedures and appeals handbook	Transposición de directivas
		Rules of London Stock Exchanges, the rules for trading AIM securities	Euronext rules and the cash market trading manual book
Suspensión del mercado	MAB	Bolsa de Londres	Euronext
	CNMV		AIM, en algunos aspectos
Acceso al mercado	2 formas	2 formas	2 formas
	OPV	Con oferta pública de títulos	Con oferta pública de títulos
	Sin OPV (listing)	Sin oferta pública de títulos	Sin oferta pública de títulos
Agentes del mercado	asesor registrado	Nomad	Listing sponsor
	proveedor de liquidez	Broker	Broker
Tamaño del mercado	12	1198	140
Flee float mínimo para salir	2 mill	No se exige	Al menos 2,5 mill y listing 5 mill
Historia	No se exige	No exige. En realidad al menos 2 años y sin oferta pública 3 años	Mínimo 2 años
	Transferibles	Transferibles	Transferibles
Títulos	Desembolsados	Negociables	Negociables
	Anotados en cuenta	De la misma clase	Elegibles para operación en un depositario central
	Liquidación en Iberclear	Estar entregados y registrados electrónica	Se liquidan en CLH Clearnet
	Accionistas	No se exige	No se exige

Fuente: Elaboración propia con datos de Bolsa de Madrid, AIM, Alternext.

7. EMPRESAS DEL MAB EN ESPAÑA

Con sólo dos años de vida el MAB está siendo uno de los caminos utilizados por las empresas en expansión para financiarse ante la escasa liquidez que existe. En 2010 se han producido 10 salidas a este mercado, con lo que han captado en torno a 50 millones de euros, frente a las dos incorporaciones del Mercado Continuo (Amadeus y Enel Green Power). Y en total ya se superan los 70 millones de euros.

Como se ha comentado anteriormente, las pequeñas y medianas empresas se financiaban principalmente a través de las entidades financieras, las cuales han restringido el crédito. Esta restricción ha permitido que el MAB gane fuerza en plena crisis de crédito. Las empresas no salen por voluntad, sino por necesidad. Si 2009 fue su inicio, con las 12 incorporaciones entre 2009 y 2010, se demuestra que el MAB se está consolidando como alternativa. En 2010 se ha dado entrada a sectores que no están o están poco representados en el Mercado Continuo, como es el caso de la biotecnología con Neuron Biopharma y Ab-Biotics. Hay que tener en cuenta que este tipo de compañías necesita una gran inversión inicial hasta que sus productos son vendidos en el mercado, por lo que el MAB surge como la alternativa idónea.

Además, el MAB se distingue del anterior Nuevo Mercado, en el que sólo podían cotizar empresas relacionadas con el mundo de las tecnologías. En el MAB a cierre de diciembre de 2010, existen 12 empresas, que pertenecen a sectores muy variados, como pueden ser bienes de consumo, publicidad o medios de comunicación.

Empresas españolas que están cotizando en el MAB y sectores

Empresa	Sector y subsector al que pertenece
Ab-biotics, S.A.	Bienes de Consumo - Productos Farmacéuticos
Altia Consultores, S.A.	Tecnología y Telecom. - Electrónica/Software
Bodaclick, S.A.	Servicios de Consumo - Medios Comunic. y Publicidad
Commcenter, S.A.	Servicios de Consumo - Comercio Minorista
Eurona Wireless Telecom, S.A.	Tecnología y Telecom. - Telecomunicaciones y Otros
Grupo Nostrum Rnl, S.A.	Servicios de Consumo - Medios Comunic. y Publicidad
Imaginarium, S.A.	Servicios de Consumo - Comercio Minorista
Let's Gowex, S.A.	Tecnología y Telecom. - Telecomunicaciones y Otros
Medcom Tech, S.A.	Bienes de Consumo - Productos Farmacéuticos
Negocio & Estilo de Vida, S.A.	Servicios de Consumo - Medios Comunic. y Publicidad
Neuron Biopharma, S.A.	Bienes de Consumo - Productos Farmacéuticos
Zinkia Entertainment, S.A.	Servicios de Consumo - Otros Servicios

Todas las empresas que han acudido a este mercado, lo han realizado mediante ampliaciones de capital –aunque alguna también tenía una parte de OPV-, cuyos recursos obtenidos han oscilado entre los 2,5 y los 12 millones de Bodaclick. Sin embargo, la empresa que más dinero ha podido captar en este mercado ha sido Imaginarium (la segunda sociedad en cotizar) ya que fue capaz de conseguir hasta 12 millones de euros.

Según un estudio reciente de Bolsas y Mercado Españoles, las empresas del MAB han presentado un resultado saludable en los últimos años en un entorno de crisis. De hecho, entre 2007 y 2010:

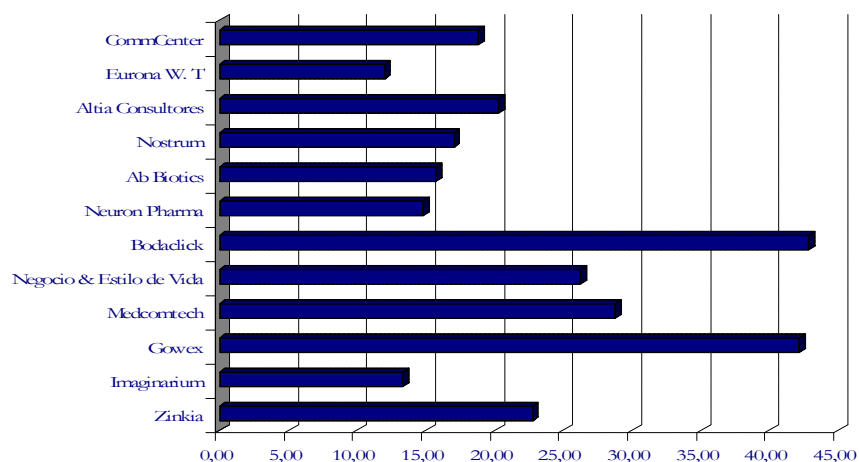
- Sus fondos propios han aumentado un 212%
- Su facturación ha crecido un 46%
- Su resultado de explotación ha mejorado un 53%

Fecha de admisión y capital captado

Fecha Admisión	ISIN	Entidad	Número Títulos	Importe Nominal	Capitalización En la salida
15/07/2009	ES0184849018	Zinkia Entertainment	24.456.768	2.445.676,80	59.919.081,60
01/12/2009	ES0147791018	Imaginarium	17.416.400	522.492,00	78.373.800,00
12/03/2010	ES0158252017	Gowex	11.511.431	575.571,55	48.808.467,44
25/03/2010	ES0161857018	Medcomtech	8.801.022	88.010,22	38.724.496,80
07/06/2010	ES0165946015	Negocio & Estilo de Vida	6.922.200	69.222,00	30.111.570,00
30/06/2010	ES0171957014	Bodaclick	16.175.809	323.516,18	44.968.749,02
01/07/2010	ES0166198012	Neuron Biopharma	4.625.000	4.625.000,00	19.425.000,00
20/07/2010	ES0109659013	Ab-biotics	5.015.900	250.795,00	13.292.135,00
10/11/2010	ES0162603007	Grupo Nostrum	3.632.262	3.632.262,00	17.761.761,18
01/12/2010	ES0113312005	Altia Consultores	6.878.185	137.563,70	19.121.354,30
15/12/2010	ES0133443004	Eurona Wireless Telecom	9.258.000	9.258.000,00	11.387.340,00
30/12/2010	ES0121071007	Commcenter	6.606.440	3.303.220,00	18.960.482,80

A diferencia de los otros mercados internacionales, las empresas del MAB no superan los 50 millones de euros de capitalización. De hecho, las más voluminosas son Bodaclick y Gowex, que rebasan levemente los 40 millones de euros. Por el contrario, Eurona Wireless Telecom e Imaginarium son las más pequeñas de esta plataforma, ya que a penas superan los 10 millones de euros.

Capitalización de las empresas del MAB



No obstante, si se mira también el Mercado Continuo existen compañías con escasa capitalización. De hecho, hay 23 sociedades que no superan los 100 millones de euros de valor en bolsa. Uno de las oportunidades a los que se puede enfrentar al MAB es a un posible trasvase de empresas del Mercado Continuo. Los altos requisitos de información, legales y de costes que exige el Mercado Continuo, unidos a la escasa capitalización que tienen estas compañías ahora por la crisis financiera y la falta de visibilidad del mercado español, podrían provocar que ciertas sociedades diesen un paso atrás hacia el MAB, para limitar todos esos costes. Sobre todo, si se tiene en cuenta que estas sociedades utilizan muy poco el mercado para financiarse.

Esto sí ha ocurrido en otros mercados internacionales como el AIM, donde en sus primeros meses de existencia varias compañías que cotizaban en la London Stock Exchange dieron el salto hacia el mercado en expansión, ya que se sentían más cómodas con las exigencias que se les imponía. No obstante, el crecimiento de este mercado no debería de venir por empresas del Continuo, sino por nuevas sociedades que se planteen la capacidad de cotizar.

Ranking por capitalización de las empresas más pequeñas del IGBM

Nombre de la compañía	Capitalización (mll de euros)
Nicolas Correa S.A.	22
Fergo Aisa S.A.	22
Urbas Guadahermosa S.A.	22
Montebalito S.A.	28
Corporacion Dermoestetica S.A.	29
Lingotes Especiales S.A.	33
Renta Corp. Real Estate S.A.	35
Bodegas Riojanas S.A.	38
Biosearch S.A.	40
INYPSA Informes y Proyectos S.A.	49
Azkoyen S.A.	50

Grupo Tavex S.A.	56
Service Point Solutions S.A.	60
Vertice Trescientos Sesenta Grados S.A.	68
Funespana S.A.	72
Ercros S.A.	75
Cleop	79
General de Alquiler de Maquinaria S.A.	80
Adolfo Dominguez S.A.	83
Prim S.A.	89
Sniace	90
Natra S.A.	96
Amper S.A.	97

Uno de las características propias de esta crisis es que el mercado prefiere empresas que salgan al mercado para captar financiación para nuevos proyectos, como ocurre con las OPS, que para vender sus propias acciones, OPV. Los expertos aseguran que en la actualidad estamos en un mercado de compradores y no de vendedores.

Como todavía se puede observar hay un largo camino por recorrer para que pueda estar al nivel del AIM y el Alternext. Aunque muchas de las competencias no son de BME, es necesario que el padre de este mercado sea consciente de ellas:

1. **Falta de cultura bursátil en España.** Las empresas no están acostumbradas a buscar financiación en los mercados, sino en el sistema financiero. Aunque la restricción del crédito está haciendo que varias compañías se planteen esta posibilidad, todavía queda mucho por hacer. Mientras en el AIM en el primer año ya existían más de 100 empresas, tras dos años de vida en el MAB cotizan 12. También esta falta de cultura financiera se le puede aplicar al inversor, que desconoce realmente que es el MAB. Este mercado no es para personas que busquen deshacer sus posiciones a muy corto plazo, sino en periodos más largos. De hecho, no está enfocado para los propiamente bolsistas, que realizan trading y consiguen beneficios vendiendo y comprando acciones en el corto plazo. En el MAB la historia es diferente y por eso se encuentra a medio camino entre el tradicional parque y el capital riesgo.
2. **Falta de tamaño empresarial.** La atomización de la empresa española provoca que las sociedades que quieran debutar en el mercado sean todavía demasiado pequeñas (ahora ninguna supera los 50 millones de euros). Los asesores y colocadores recomiendan que tengan una capitalización superior a los 50 millones de euros, una realidad que ahora ninguna empresa cumple. Además, en la cadena de colocación, el pequeño volumen de estas sociedades hace que a los distintos intermediarios le cueste obtener beneficios con estas colocaciones, lo que resta el interés por ellas. De hecho, los expertos aseguran que como mínimo debería ser una empresa que tuviese una facturación entre los 25 y 40 millones de euros, que le aportase un ebitda de entre los 4 y los 6 millones de euros. Si es una empresa en expansión con un buen proyecto podría obtener en el mercado en torno a 8 y 10 millones de euros.

3. **Mayor liquidez.** Otro de los retos a los que se enfrenta este mercado es a conseguir empresas con mayor *free-float*, que permita una mayor liquidez de los títulos. En España, el empresario teme perder el control de la sociedad, por lo que la mayoría de las colocaciones no rebasa el 50% del capital, lo que unido a su pequeña capitalización, hace que diariamente se negocien menos de 10.000 euros, una cuantía poco atrayente para el inversor institucional.

4. **La responsabilidad de cotizar.** En un mercado como el MAB, que tan sólo lleva dos años de vida con empresas de expansión, la capacidad de error no cabe. El hecho de que se cuele en él una sociedad, que no sea capaz de cumplir los requisitos o de sobrevivir al poco tiempo podría introducir el miedo e incertidumbre, lo que restaría interés a los posibles inversores. Aunque un gran número de sociedades de AIM desaparecieron al año siguiente de salir al parqué, en España todavía esto no ha ocurrido. Sin embargo, la pregunta sería si un mercado como éste está preparado para una situación así.

7.1 LAS AYUDAS, UN TRAMPOLÍN

Como ocurre en otros mercados alternativos internacionales, algunos gobiernos regionales españoles han establecido ya incentivos fiscales a las empresas e inversores que apuesten por el MAB. En 2010 tanto la Generalitat de Cataluña como la Comunidad de Madrid han apoyado con incentivos las inversiones en acciones de entidades que cotizan en el segmento de empresas en expansión del MAB.

En Cataluña desde el 1 de enero de 2010 los contribuyentes pueden aplicarse deducciones del 20% de las cantidades invertidas en la adquisición de acciones, vía ampliaciones de capital, en la cuota íntegra del IRPF correspondiente a la Comunidad Autónoma, por un importe máximo de 10.000 euros.

Para poder aplicarse la deducción deberán cumplir los siguientes requisitos:

- La participación en la sociedad objeto de la inversión no puede ser superior al 10% de su capital social.
- Las acciones adquiridas deben mantenerse al menos dos años, como mínimo.
- La sociedad objeto de inversión debe tener domicilio fiscal y social en Cataluña.

Por su parte desde el 23 de febrero de 2010, en la Comunidad de Madrid se puede aplicar una deducción del 20% de las cantidades invertidas en la cuota íntegra autonómica del impuesto de la renta de las personas físicas, con un máximo de 10.000 euros (cuenta con los mismos requisitos que Cataluña) Estas medidas han provocado que otras comunidades autónomas también estén estudiando este cauce para apoyar a las empresas de la región.

Otros incentivos, son las ayudas económicas destinadas a las empresas para ayudarles en los costes del proceso de incorporación. Las CCAA de Madrid, Galicia y Murcia han publicado ayudas en los últimos dos años. Por ejemplo, la Empresa Nacional de Innovación, (ENISA), concede préstamos para hacer frente a los gastos asociados a la preparación de las compañías de mediana capitalización en su salida al Mercado Alternativo Bursátil. El importe máximo del préstamo es de 1,5 millones de euros, con vencimiento a dos años, sin comisiones y tipo de interés del 0%.

A través del Instituto Madrileño de Desarrollo (Imade), la Comunidad de Madrid (CAM) ayuda a las pequeñas empresas madrileñas. El ejecutivo regional financia parte de los gastos que conlleva la salida al parqué (como intermediación, abogados y asesores registrados) por un importe máximo de 80.000 euros. Esto también se repite en Galicia. El Instituto Gallego de Promoción Económica (IGAPE), adscrito a la Consellería de Economía e Industria, tiene una línea específica que asesora y orienta a todas las empresas interesadas. Esta ayuda, que estuvo vigente el año pasado, ha sido nuevamente aprobada, por lo que ya se puede solicitar. En el caso de ser aprobados, los proyectos definidos contarán con una subvención a fondo perdido del 50% de los gastos de consultoría o asistencia técnica aprobados por

el Igape, dentro de los presupuestos presentados por el beneficiario en su solicitud.

La subvención a fondo perdido podrá concederse para:

1. Sondeo pre-valoración: evaluación de las condiciones de partida de la empresa que permitan decidir si cumple las condiciones mínimas para estudiar el inicio del proceso. Con un límite máximo de 10.000 euros.
2. Estudio en profundidad y preparación de acceso definitivo: ejercicio previo a la colocación de los títulos en el mercado, valoración y confección de la documentación precisa para CNMV y MAB. Este documento debe estar realizado por un Asesor Registrado o por terceros independientes con la aceptación de un Asesor Registrado. Límite máximo de 50.000 euros.

Otra de las comunidades que se ha volcado con la pyme es Murcia. El Instituto de Fomento de la Región de Murcia ha publicado el programa de ayuda a la adaptación (análisis empresarial y tramitación) de la empresa para el acceso al Mercado Alternativo Bursátil. Las características son las siguientes:

- Subvención a fondo perdido de hasta un 45%.
- Para sondeo inicial de las condiciones mínimas de partida, hasta 7.000 euros.
- Para la preparación de acceso definitivo al MAB, hasta 70.000 euros.
- Para la presentación a inversores y colocación en el MAB, hasta 6.000 euros.

El problema que presentan estas ayudas es que todavía no están extendidas por todas las Comunidades Autónomas, por lo que se crean desigualdades geográficas. Además, sólo se tiene en cuenta la inversión directa de personas físicas, pero no de los fondos de inversión.

8. CONCLUSIONES

Tras analizar detenidamente qué es el Mercado Alternativo Bursátil y cómo se desarrolla en relación al resto de plataformas alternativas internacionales, se puede extraer un decálogo e observaciones y matizaciones que deben tener muy presente todos los players que intervienen en él. Aquí no sólo se recogen las bondades de este mercado, sino que se intentan trazar las líneas maestras de los principales retos que todavía tiene por delante:

1. **El MAB, una oportunidad a la financiación.** Si el MAB inició su andadura en 2009 con la incorporación de Zinkia, 2010 ha demostrado que es la alternativa elegida por más de 10 empresas para obtener financiación. Es una de las pocas vías que se mantienen en la actualidad abiertas al crédito. La pequeña y mediana empresa no tenía costumbre de acudir a los mercados, pero con la caída de la producción y de las ventas, las dificultades de acceso a la financiación, el incremento de la morosidad y el endurecimiento de los créditos, se han visto obligadas a utilizar este camino para poder sobrevivir. **Por ello, es un mercado que hay que cuidar y potenciar desde todos los ámbitos financieros.**
2. **Su gran reto: mejorar la cultura financiera.** Desde el nacimiento de este mercado, uno de los problemas a los que se ha enfrentado es la falta de cultura bursátil que existe en España. Las empresas no están acostumbradas a cumplir los requisitos de información y documentación que exige este tipo de mercados, por lo que debutar en ellos suele ser una gran travesía para los asesores y colocadores. De hecho, esto se puede ver en cifras. Mientras en el AIM existían 100 sociedades en su primer año de vida, en el MAB, que ya tiene dos años de existencia, sólo cotizan una docena.
3. **Una necesidad para competir en Europa.** La elevada atomización de las sociedades españolas provoca que sean escasamente competitivas en Europa. A la dificultad de acceso al crédito que existe se une el entramado empresarial español tiene una reducida dimensión y que debe tender a un proceso de fusiones y adquisiciones para ganar competitividad con las de tamaño medio de otros países de la Unión Europea. Este proceso de concentración generará unas necesidades de capitalización y financiación, que es necesario cubrir y en las que el MAB puede aportar mucho.
4. **Un puente para el Continuo y no al contrario.** En la actualidad, en la Bolsa de Madrid existen 23 empresas que tienen una capitalización inferior a los 100 millones de euros. Los altos requisitos que se les exige por estar en el Mercado Continuo, que se convierten en un desgaste muy elevado para una sociedad de ese tamaño hacen que más de una se plantee la posibilidad de pasar al MAB. Se ahorrarían todos los costes de estar en un mercado oficial, pero mantendrían la puerta abierta de la financiación. Hay que tener en cuenta que más de una negocia menos de 10.000 euros en la sesión, en línea con algunas empresas del MAB. Sin embargo, la conexión debería ser al contrario en un mercado de crecimiento. El movimiento lógico debería ser que estas pequeñas empresas, que han empezado a cotizar en él, tengan la posibilidad tras conseguir tamaño de dar su salto al Mercado Continuo.

5. **Buscar incentivos para su inversión.** En la actualidad, el pequeño inversor desconoce el MAB. Uno de los caminos para incentivar y promocionar este tipo de mercados es mediante la creación de EFT. Es decir, un híbrido entre un fondo y una acción, que cotiza como un título y se puede comprar y vender todos los días, pero que tiene las particularidades de un fondo, porque replica una cesta de valores, que en este caso sería el MAB. De esta forma, se incrementaría la liquidez del mercado y facilitaría la entrada del inversor particular.
6. **La liquidez, el gran caballo de batalla.** Otro de los retos es la liquidez. No sólo porque las empresas que están debutando tengan una capitalización muy pequeña, que incluso provoca que la operación para los intermediarios no sea atractiva, sino porque además, el capital que cotiza libremente en el mercado es bastante escaso. El miedo a perder el control de la compañía hace que ninguno de los empresarios quiera colocar más del 50% de la sociedad, lo que conlleva a su vez que en algunos casos existan pocos títulos para comprar y vender en el mercado. Aunque la figura del proveedor de liquidez es fundamental en este tipo de mercados, no sólo se debe quedar ahí y hay que buscar que coticen en el parque sociedades con capitalizaciones entre los 100 y los 200 millones de euros, en línea con el resto de plataformas alternativas internacionales.
7. **La puerta de escape de los fondos de capital riesgo.** Antes de la crisis, los fondos de capital riesgo tenían en sus carteras un gran número de compañías de pequeña y mediana capitalización, en las que han mejorado su eficiencia y competitividad. Sin embargo, con la llegada de la crisis, se ha producido un estrangulamiento de la financiación que no permite a este tipo de sociedades salir ahora del capital. No obstante, el MAB puede ser la solución mejor para poder colocar parte de los títulos que tienen en su poder y a su vez proveer de liquidez a las sociedades por si necesitan más adelante financiación.
8. **El reto de la igualdad fiscal.** Aunque algunas comunidades autónomas han empezado a implementar algunas ayudas fiscales, es necesario que el resto siga sus pasos. En primer lugar, por las desigualdades que se están abriendo entre las compañías de una y otra comunidad. Estas desigualdades fiscales pueden hacer que más de una sociedad establezca su razón social en las comunidades autónomas con ayudas para que tengan mayores facilidades. En segundo lugar, porque el hecho de que no estén implementadas en todas las regiones sigue restando poder al MAB frente al AIM o al Alternext, que son sus verdaderos competidores. Algunos expertos, aseguran que este tipo de ayudas fiscales también deberían de extenderse a los fondos de inversión, que son los que realmente destinan capital en este tipo de mercados, lo que a su vez favorecería el conocimiento y la liquidez.
9. **Poca capacidad de error.** Una realidad que sí ocurre en este mercado es que está empezando, por lo que el inversor le va a permitir poca capacidad de error. Es de vital importancia que las empresas que coticen en él sean lo suficientemente solventes, profesionales y viables para que no se produzca ningún problema en este parque. Unas compañías pequeñas, pero fuertes en crecimientos y perspectivas, es lo que necesita el MAB, que todavía es un bebé que está empezando a andar.

- 10. Reconocimiento internacional.** El hecho de que un mercado como éste triunfe en España y permita a las sociedades financiarse es un gran reconocimiento internacional. No sólo por el valor y profesionalidad que pueden alcanzar las compañías, sino porque además les permite contar con inversores y socios internacionales, que de otra forma no alcanzarían.

BIBLIOGRAFÍA Y FUENTES DE INFORMACIÓN

Legislación

- **Circular 1/2008 del MAB**
- **Circular 2/2010**, Requisitos y procedimiento a la incorporación y exclusión al Mercado Alternativo Bursátil de acciones emitidas por sociedades de inversión de capital variable
- **Circular 5/2010** Requisitos y procedimiento aplicable a la incorporación y exclusión en el Mercado Alternativo Bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión.
- **Circular 7/2010**, Normas de Contratación de acciones de empresas en expansión en el Mercado Alternativo Bursátil
- **Circular 9/2010**, Información a suministrar por empresas en expansión incorporadas a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil.
- **Circular 10/2010**, Asesor registrado en el MAB.
- **Directiva 2006/73/CE** de la Comisión de 10 de agosto de 2006.
- **Ley 47/2007 del 19 de diciembre**, que modifica la ley 24/1988 de 28 de julio del Mercado de Valores.

Publicaciones

- SOLER, Luis y CARRO, David, *El mercado alternativo bursátil, nuevo impulso a la financiación*, Estrategias de Financiación nº 263, julio-agosto 2009.
- PÉREZ, Carmen y PALACÍN, María José, *¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa?*, Estrategias de Financiación nº 263, julio-agosto 2009.
- Bolsa de Madrid, *Un mercado a la medida para las empresas en expansión*, mayo 2007.
- CANO, David, *El AIM británico y el Alternext francs como referencias para el MAB EE español*, segundo trimestre de 2008.
- CANO, David, GARCÍA, Alfonso y GUARDADO, Mónica, *Mab: impulso al tejido económico y productivo español*, Bolsa de Madrid, cuatro trimestre de 2008.
- Bolsa de Madrid, *El Mab: un mercado diferente*, abril 2006.
- AGUADO, Juan, *Mercado Alternativo Burátil, para empresas en expansión*. 14 de octubre de 2009
- VEGAS, Patricia *Pocoyó abre el camino a empresas que buscan financiación*, 18 de julio de 2009
- Bolsa de Madrid, *El Mab empresas en Expansión, año1: Una valoración*, marzo 2011.

Páginas web

- **BME** www.bolsasymercados.es
- **London Stock Exchange** www.londonstockexchange.com (AIM)
- **Euronext** www.euronext.com (Alternext)

