



Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil

2016/98

Enero 2016

**LOS MERCADOS ALTERNATIVOS BURSÁTILES COMO INSTRUMENTOS
DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL EN ESPAÑA***

Autor

LUIS MARÍA CAZORLA PRIETO

**Catedrático de Derecho Financiero y Tributario de la
Universidad Rey Juan Carlos**

Departamento de Derecho Mercantil.

Facultad de Derecho.

Universidad Complutense.

Ciudad Universitaria s/n.

28040 Madrid

Teléfono: 00 34 -913 94 54 93

E-mail autor:luis.cazorla@cazorlaabogados.com

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense

<http://www.ucm.es/eprints>

Copyright © 2016 por el autor

* Este documento recoge opiniones exclusivamente personales del autor. En modo alguno representa la opinión de Bolsas y Mercados Españoles S.A. ni ninguna otra entidad o persona.

**LOS MERCADOS ALTERNATIVOS BURSÁTILES COMO INSTRUMENTOS
DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL EN ESPAÑA¹**

**Alternative Investment Markets (MAB) as a corporate finance tool in
Spain**

LUIS MARÍA CAZORLA PRIETO

Catedrático de Derecho Financiero y Tributario

Resumen: Este trabajo analiza el importante papel que desempeña Bolsas y Mercados Españoles (BME) como sociedad titular indirecta del 100 por 100 del capital del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y la funcionalidad del MAB como instrumento de financiación empresarial en España.

Palabras clave: Mercado Alternativo Bursátil, BME, financiación empresarial

Abstract: This paper analyzes the important role of Bolsas y Mercados Españoles (BME) as a company that indirectly holds 100% capital of the Alternative Investment Market (MAB), as well as MAB functionality as an instrument of corporate finance in Spain.

Keywords: Alternative Investment Market, BME, corporate finance

¹ Este trabajo se corresponde con la *Lecture* que llevaba el mismo título impartida por el autor en el XIII Congress Harvard-Complutense, que tuvo lugar en la Harvard Law School (Cambridge-MA), los días 21, 22 y 23 de septiembre de 2015. Este Congreso se celebró gracias al patrocinio del Colegio Notarial de Madrid, Banco Santander, Bolsas y Mercados Españoles, DLA Piper, CUNEF y KPMG.

LOS MERCADOS ALTERNATIVOS BURSÁTILES COMO INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL EN ESPAÑA

I. NECESIDAD ECONÓMICA

El eterno problema de la adecuada financiación de la empresa en general y de la mediana y pequeña en particular reviste unas singularidades importantes en España.

Como señala ANTONIO ZOIDO, presidente de Bolsas y Mercados Españoles (en adelante BME), sociedad titular indirecto del 100 por 100 del capital del Mercado Alternativo Bursátil (en adelante MAB) y directo del Mercado Alternativo de Renta Fija (en adelante MARF): «Si comparamos la situación española con la de otros países observamos que nuestra dependencia de la financiación crediticia es exagerada, solo un 20 por 100 de la financiación total se realiza vía mercados, mientras ese porcentaje se acerca al 50 por 100 en el caso de Alemania o Francia y se eleva al 70 por 100 en Estados Unidos»². Para añadir a continuación con respecto a las pequeñas y medianas empresas: «Naturalmente, estos datos son mucho más extremos cuando hablamos de pymes, cuya exposición a los mercados como herramienta de financiación es muy reducida»³.

Para beneficiar la financiación empresarial, singularmente de las pequeñas y medianas empresas, se fueron creando en Europa mercados alternativos o segundos mercados de renta variable para pequeñas y medianas empresas. Entre ellos, cabe destacar el AIM británico, primero creado en 1995, y ALTERNEXT, puesto en marcha por EURONEXT en 2005⁴.

². A. ZOIDO MARTÍNEZ, «Alternativas de financiación para las empresas vía mercado», Financiación empresarial, ICE, julio-agosto, 2014, número 879, página 89.

³. A. ZOIDO MARTÍNEZ, «Alternativas de financiación», página 89.

⁴ Para más detalle de estos mercados de renta variable puede consultarse, entre otros, SILVIO VISMARA, STEFANO PALEARI y J.R. RITTER, «Europe's Second Markets for Small Companies», <http://ssm.com/abstract=1957140>; TheCityUK y ARESYCO, «Alternative finance for SMEs and mid-market companies», octubre, 2013; SHIDAR ARCOT, JULIA BLACK y GEOFFREY OWEN, «From local to global. The rise of AIM as a stock market for growing companies», The London School of Economics and Political Science, septiembre, 2007; ISABEL FEITO-RUIZ, CLARA CARDONE-RIPORTELLA, SUSANA MENÉNDEZ-REQUEJO, «SME's Delisting decisions on the alternative investment market (AIM): family holders and financial crisis», Universidad Pablo de Olavide, Sevilla, Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Working papers series; DAVID CANO, «El AIM británico y el Alternext francés como referencias para el MAB EE español», Análisis financiero internacional, número 132, segundo trimestre de 2008, páginas 21 y

Este fenómeno llegó más tarde a la renta fija. Como afirman JULIO ALCÁNTARA y GONZALO GÓMEZ RETUERTO: «La problemática que ha determinado la creación del MARF no se circunscribe a España. En otros países de nuestro entorno también se ha sentido la necesidad de contar con un canal de admisión a cotización más flexible que el del mercado regulado y enfocado hacia emisiones de empresas de menor tamaño, que de otra forma tienen difícil acceso a los mercados de deuda corporativa mayorista.

En Europa funcionan otros mercados de renta fija alternativos similares al MARF y que comparten sus características: son mercados no regulados aunque dependen en su gestión de un mercado oficial, configurados como Sistemas Multilaterales de Negociación, con mayor simplicidad de la documentación y los trámites, la participación de un asesor (*sponsor* o *manager*) que sirve de guía y ayuda en todo el proceso, etc.

El mercado noruego Nordic ABM, dependiente de la Bolsa de Oslo se creó en 2005 y fue el primero diseñado para acoger emisiones de bonos y renta fija a corto plazo con menores requerimientos que la Bolsa. Tiene dos segmentos: uno minorista, destinado al público en general (Nordic ABM Retail), y otro dirigido hacia los inversores profesionales (Nordic ABM Professional).

En Alemania, la Bolsa de Stuttgart lanzó en 2010 un segmento especializado en emisiones de renta fija para PYMES que se convirtió en el alternativo BondM, con bastante éxito en cuanto al número de emisiones y volumen total captado (más de 5.000 millones de euros), razón por la que, en cierta manera, se ha convertido en el mercado alternativo de referencia para otros países; sin embargo, en 2013 la Bolsa de Frankfurt le arrebató el liderato al listar entre sus tres segmentos (Entry Standard, Open Market y Prime Estándar) el 80% de las emisiones de este tipo listadas en aquel país.

En Francia la actividad de renta fija se incluye como segmento en el mercado alternativo genérico Alternext, donde se negocia todo tipo de activos, tanto de renta fija como de renta variable.

siguientes, y ANDY LARDON y MARC DELOOF, «Financial disclosure by SME's listed on a semi-regulated market: Evidence from the Euronext free Market», *Small Business Economics*, vol. 42 nº2, 2014, páginas 361-385.

Italia lanzó en febrero de 2013 el segmento ExtraMOT PRO, destinado a la cotización de bonos y papel comercial que ha tenido bastante aceptación, captando tan solo en un año unos 3.000 millones de euros»⁵.

II. RESPUESTA JURÍDICA

La respuesta a esta situación deficitaria⁶ vino impulsada en el caso del MAB predominantemente por necesidades económicas⁷, y en el MARF, además de éstas, por políticas. De la mano del Derecho llegó en los siguientes términos.

1. En lo concerniente al MAB, IGNACIO OLIVARES pone de manifiesto que: «El Consejo de Ministros autorizó por Acuerdo de 30 de diciembre de 2005 la creación de un Sistema Organizado de Negociación de valores e instrumentos financieros de entidades de reducida capitalización, acciones y otros valores que requieran un régimen singularizado, denominado "Mercado Alternativo Bursátil" ("referido como MAB").

Esa autorización se otorgó al amparo del art. 31.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (a la que en lo sucesivo se aludirá como LMV), en la redacción dada al mismo por el art. 2.1 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

De acuerdo con el precepto indicado, la creación de cualquier mercado o sistema organizado de negociación de valores y otros instrumentos financieros que no tenga la consideración de mercado oficial deberá ser autorizada por el

⁵ JULIO ALCÁNTARA LERA y GONZALO GÓMEZ RETUERTO, «El Marf como mecanismo de financiación y sus posibilidades», en «Los retos de la financiación del sector empresarial» Fundación de Estudios y Círculo de Empresarios, Madrid, 2014, páginas 178 y 179.

En el mismo sentido se manifiesta ANTONIO ZOIDO MARTÍNEZ, «Alternativas...», página 97: «La creación de este nuevo mercado alternativo de renta fija en España se ha producido en paralelo con los desarrollados por otros países europeos que han puesto en marcha iniciativas similares, entre ellas, el caso de Alemania, país en el que la Bolsa de Stuttgart está siendo especialmente activa a través de la plataforma BondM; Francia, con la puesta en marcha de un segmento de renta fija para empresas de menor tamaño en Alternext; o Noruega, a través de la plataforma Nordic ABM, perteneciente a la Bolsa de Oslo».

⁶ Como señalan JOAQUÍN MAUDOS y DOMINGO GARCÍA COTO, en el Resumen ejecutivo del libro Los retos de la financiación del sector empresarial, op.cit., página 16: «Abrir más para la financiación de las empresas pequeñas y medianas a través de fondos propios se convierte en una necesidad».

⁷ En este sentido indica TERESA MARIÑO GARRIDO, «Los mercados alternativos bursátiles como motores de dinamización empresarial», Boletín de Estudios Económicos, volumen LXV, número 199, abril, 2010, página 37: «La economía internacional está viviendo uno de los periodos más complejos de su historia que afecta de lleno tanto al sistema financiero como a la economía real. La situación actual obligará a las empresas a modificar sus estrategias de financiación debido a la menor liquidez, entre otras razones por las mayores necesidades de financiación del sector público, a un menor apalancamiento, a un estancamiento de las innovaciones financieras y a una previsible reducción del número de oferentes de servicios financieros». Sobre este punto puede consultarse con mayor fundamentación económica a JAIME REQUEIJO, «Recordatorio: origen de la situación actual», «Retos...», páginas 31 y siguientes, y VICENTE SALAS FUMÁS, «Cambios en la estructura financiera, coste de capital e inversión en las empresas españolas», «Retos...», páginas 43 y siguientes.

Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (a la que se aludirá como "CNMV") o, en caso de mercados de ámbito autonómico, por la Comunidad Autónoma con competencias en la materia»⁸.

2. En lo concerniente al MARF, señala RAFAEL SEBASTIÁN que: «En el año 2013 como parte de los compromisos asumidos por España en el *Memorandum of Understanding* de 2012 se creó el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)»⁹.

III. LA FUNCIÓN DE BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME)

1. BME desempeña un papel crucial en la satisfacción de la necesidad económica a la que el MAB y el MARF salen al paso y a la respuesta jurídica que a tal necesidad se da.

Como después veremos con algo más de detalle, las sociedades rectoras del MAB y del MARF, Bolsas y Mercados Españoles Sistemas de Negociación S.A. y AIAF Mercado de Renta Fija S.A. respectivamente, son participadas al 100 por 100 por BME, la primera de modo indirecto ya que es participada al 25 por 100 por las Sociedades Rectoras de la Bolsa de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, a su vez, participadas al 100 por 100 a BME, y la segunda de modo directo.

BME se constituye, pues, en un instrumento más para contribuir a una mejora de la financiación empresarial, sobre todo en el segmento de la pequeña y mediana empresa.

Esta necesidad no es puramente individual, afectando sólo a los que se pueden beneficiar de ella. Es una necesidad de política económica general impulsada, incluso, por exigencias comunitarias. Por esta razón, BME auspiciando y albergando el MAB y el MARF, desarrolla una función de mercado interés público, codificable como para-institucional, si entendemos lo institucional como lo público, lo concerniente al interés colectivo por encima del individual.

2. Pero detengámonos algo más en la función de BME como titular directo o indirecto de las sociedades rectoras del MAB y del MARF.

⁸ I. OLIVARES BLANCO, «El mercado alternativo bursátil. Características y diferencias frente al mercado bursátil», Revista del Mercado de Valores, número 2, 2008, página 240. También puede consultarse a ALBERTO JAVIER TAPIA HERMIDA, «El Mercado Alternativo Bursátil», Revista de Derecho Bancario y Bursátil, Año nº 25, nº 103, 2006, página 315, y JOSU J. SAGASTI AURREKOETXEA, «El asesor registrado en el Mercado Alternativo Bursátil», Estudios de Derecho del Mercado Financiero, homenaje al profesor VICENTE CUÑAT EDO, Universitat de Valencia, 2011, páginas 193 y siguientes.

⁹ R. SEBASTIÁN QUETGLAS, «La flexibilización de las fuentes de financiación de las empresas españolas», La Ley mercantil, número 12, marzo, 2015, página 6. Para más detalle puede verse JULIO ALCÁNTARA LERA y GONZALO GÓMEZ RETUERTO, «El Marf...», página 177.

BME y sus filiales rectoras de estos mercados son sociedades mercantiles guiadas por el ánimo de lucro que desemboca en el beneficio económico.

Pero ya hace tiempo que la ética empresarial propia de la sociedad mercantil que cotice en los mercados bursátiles o cuyos productos financieros apelen al crédito en estos mercados o equivalentes impone límites al beneficio en pos del respeto a las reglas de la ética empresarial, entre las que figura la responsabilidad social corporativa¹⁰.

Pues bien, la organización y mantenimiento del MAB y del MARF responden en BME, junto a la lógica del beneficio económico, a la de la satisfacción esmerada de una necesidad de política económica general, como es la de contribuir adecuadamente a la mejor financiación empresarial, en especial en el segmento de la pequeña y mediana empresa.

IV. NATURALEZA, ESTRUCTURA Y ORGANIZACIÓN.

A. Naturaleza

El MAB y el MARF han sido configurados como sistemas multilaterales de negociación¹¹.

Las características esenciales de los sistemas multilaterales de negociación se sintetizan en:

- una cierta capacidad de autonomía regulatoria.
- menores exigencias a los interesados a la hora de cumplir con los requisitos para acceder al mercado¹².

¹⁰ Sobre este punto he escrito ampliamente en el libro La ética en el Derecho de los mercados financieros de próxima publicación en Civitas Thomson Reuters.

¹¹ De conformidad con el artículo 118 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores: «Tendrá la consideración de sistema multilateral de negociación todo sistema, operado por una empresa de servicios de inversión, por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, o por la entidad constituida al efecto por una o varias sociedades rectoras, que ha de tener como objeto social exclusivo la gestión del sistema y que ha de estar participada al 100 por ciento por una o varias sociedades rectoras, que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en esta Ley»

¹² Como afirman JULIO ALCANTARA LERA y GONZALO GÓMEZ RETUERTO, «El Marf ...», página 179: «Esta figura conlleva una mayor capacidad de autorregulación por parte de los órganos de gestión del Mercado y posibilita que los requisitos de acceso sean más flexibles que los existentes en los mercados oficiales. Por ejemplo, no es necesaria (se deja como una opción) la formulación de las cuentas anuales consolidadas según las normas internacionales de contabilidad, algo que es obligatorio desde el año 2005 para aquellas sociedades que tienen valores admitidos a negociación en un mercado regulado. Tampoco es necesaria la presentación de un folleto de emisión ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores según el formato definido por la legislación comunitaria, lo que redundará en una mayor agilidad en la tramitación

- un mecanismo de control y supervisión en el que se rompe la exclusividad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante CNMV) en este terreno con el alcance que después veremos.

Sin embargo, adviértase que la reciente Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial, ha dado una nueva redacción al artículo 120 de la Ley del Mercado de Valores, relativo a las «entidades rectoras y reglamento de funcionamiento» de los sistemas multilaterales de negociación, en el que se acentúa los aspectos heterorregulatorios de tales sistemas con lo que se corre el peligro que se pueden acabar difuminando alguna de las características de ellos y perjudicar así la función para lo que el MAB y el MARF fueron creados.

B. Los valores que pueden acceder al MAB y el MARF

1. Los valores incorporables y negociables en el MAB son, de conformidad con el artículo 14 de su Reglamento aprobado por la CNMV el 6 de marzo de 2013:

«1. Las participaciones y acciones emitidas por una Institución de Inversión Colectiva que se encuentre registrada en el registro público de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Las acciones y valores negociables equiparables a las acciones o que den derecho a la adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, emitidas por sociedades anónimas, españolas y extranjeras, de reducida capitalización o en las que concurren características que requieran un régimen singularizado de negociación y que tengan su capital social totalmente desembolsado y respecto de las que no haya restricción legal estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de sus acciones.

3. Los valores emitidos por entidades de capital riesgo (ECR) acogidas al régimen común, en los términos definidos en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras y previamente registradas en el registro público de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

4. Las acciones y valores negociables equiparables a las acciones o que den derecho a la adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, emitidas por Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI), sujetas al régimen previsto en la Ley 11/2009, de 26 de octubre, por la que se regulan las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado

de las emisiones. De este modo, las empresas que acudan al MARF podrán beneficiarse de una simplificación de los trámites y un menor coste de los mismos».

Inmobiliario, modificada por la Ley 16/2012, de 27 de diciembre, por la que se adoptan diversas medidas tributarias dirigidas a la consolidación de las finanzas públicas y al impulso de la actividad económica y por sociedades extranjeras cuyo objeto social y régimen de inversión sea equiparable con el previsto en la legislación española para las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario».

2. Son valores incorporables y negociables en el MARF, según el artículo 16 del Reglamento del Mercado aprobado por la CNMV el 22 de mayo de 2013:

«- Los valores de renta fija, tales como pagarés, bonos y obligaciones u otros valores que reconozcan o creen deuda, previstos en el título XI del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital;

- los valores participativos definidos en el artículo 26.2 de la Ley del Mercado de Valores, a excepción de las acciones y valores negociables equivalentes a las acciones; y,

- los valores emitidos por los fondos de titulización previstos en el título III de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial,

Siempre que reúnan los requisitos previstos en el artículo 1 del presente Reglamento y cumplan los desarrollos de detalle contenidos en las Circulares del Mercado o en las instrucciones operativas de aplicación y no estén admitidos a negociación en alguno de los Mercados gestionados por sociedades pertenecientes al Grupo Bolsas y Mercados Españoles.

También podrán incorporarse al Mercado los valores negociables referidos a los valores de renta fija anteriormente mencionados, tales como las participaciones en el patrimonio neto o en el activo neto de Instituciones de Inversión Colectiva cuyas políticas incluyan inversiones en valores emitidos por las empresas a que se destina el Mercado».

El artículo 1 del mismo Reglamento completa esta regulación al añadir que los valores negociables de renta fija han de ser «emitidos por entidades en las que concurren circunstancias que requieran un cauce singular o diferenciado respecto de los mercados secundarios oficiales y estén destinados a inversores cualificados, según se define en la normativa española».

«Es importante resaltar –como manifiestan JULIO ALCÁNTARA y GONZALO GÓMEZ RETUERTO- que los valores susceptibles de incorporación a este Mercado deberán ir dirigidos exclusivamente a inversores cualificados, según la definición que otorga la Directiva de folletos (2003/71/EC). El nominal unitario de cada título tendrá un importe mínimo de 100.000 euros. Por consiguiente, quedan excluidos los inversores particulares»¹³.

He aquí una diferencia notable entre el MAB y el MARF que puede justificar la diferencia de régimen jurídico de uno y otro, ya que, mientras en el primero pueden ser negociados valores de sociedades de reducida capitalización y pueden acceder inversores particulares, en el segundo los valores negociables únicamente pueden estar destinados a inversores cualificados.

2. Organización.

1. Para regir el MAB se creó una sociedad mercantil –Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación S.A.¹⁴-, que, a pesar de lo confundiente de su denominación, no es una sociedad participada directamente por BME; lo es solo indirectamente, ya que, como señalaba antes, la rectora del mercado al que me refiero ahora está participada al 25 por 100 por las Sociedades Rectoras de la Bolsa de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, participada a su vez al 100 por 100 por BME.

Para el MARF se siguió un camino más sencillo. Según el párrafo primero del artículo 3 de su Reglamento: «El Mercado estará dirigido y gestionado por AIAF Mercado de Renta Fija S.A.U (en adelante AIAF) a través de su consejo de administración». Es decir, que para regir este mercado no se creó una nueva sociedad, sino que se atribuyó tal competencia a la ya existente AIAF, rectora del mercado de renta fija, entidad participada al 100 por 100 por BME.

2. El MAB se estructura en el consejo de administración de la rectora y «contará con un comité de coordinación e incorporaciones, así como con órganos especializados en la supervisión y resolución de controversias, como son la Comisión de Supervisión y la Comisión de Arbitraje»¹⁵. A ello se añade un director

¹³ JULIO ALCÁNTARA y GONZALO GÓMEZ RETUERTO, «El Marf ...», página 180.

¹⁴ Según el párrafo primero del artículo 3 del Reglamento del MAB: «El Mercado estará dirigido y gestionado por Bolsas y Mercados Españoles Sistemas de Negociación S.A. (en adelante BMESN) a través de su consejo de administración».

¹⁵ Párrafo segundo del artículo 3 del Reglamento del Mercado.

gerente «al que le corresponde la gestión diaria del Mercado y la ejecución de las directrices generales establecidas por el consejo de administración»¹⁶.

Al consejo de administración entre estas competencias que le atribuye el artículo 5.3 letra b, f y g del Reglamento del mercado, le corresponde «aprobar y modificar el Reglamento General del Mercado, sujeto a la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores»; y «admitir, suspender y excluir a los miembros del Mercado».

Al Comité de Coordinación e Incorporaciones le incumbe, según el artículo 6.1,b del Reglamento y entre otros cometidos, «analizar y acordar las propuestas de incorporación de otros valores negociables para su posterior traslado al consejo de administración».

Por último, a la Comisión de Supervisión como «órgano encargado de la inspección y supervisión del funcionamiento del Mercado» (artículo 7.1 del Reglamento de éste), le compete, entre otros extremos y según el mismo precepto en su apartado 5 letras a, b) y c) respectivamente: «verificar que la contratación en el Mercado se realice de acuerdo con las normas aplicables»; «supervisar y controlar el cumplimiento de la normativa aplicable en materia de disciplina de Mercado», y «comprobar que los miembros del Mercado utilizan correctamente los medios técnicos puestos a su disposición».

3.La estructura del MARF responde a los mismos criterios generales y se compone, según los artículos 4 a 8 de su Reglamento, del consejo de administración, director gerente, Comisión de incorporación de valores, Comisión de supervisión y Comisión de arbitraje.

V. LO QUE MEJORARÍA LA FUNCIÓN QUE DESARROLLAN EL MAB Y EL MARF

A. Introducción

El MAB y sobre todo el MARF son mercados alternativos recientes cuya importante y futuriza función económica mejoraría si se superaran algunos de los problemas que les aquejan, aunque en menor medida a uno y a otro.

B. Aspectos que hay que mejorar

En su corta vida los mercados que nos ocupan han dado beneficiosos pasos hacia adelante, pero, como, por otro lado, ocurre en toda iniciativa humana, se ven

¹⁶ Párrafo tercero del artículo 3 del Reglamento del Mercado.

aquejados por ciertos problemas que, si se van superando, redundarán en beneficio de la actividad económica en España.

Estos problemas son, a mi juicio, de distinta naturaleza y pueden condensarse en culturales, inerciales, de desconocimiento, de seguridad jurídica y de apoyo de los poderes públicos.

1.Culturales. Muchas de las medianas empresas que podrían estar interesadas inicialmente en ambos Mercados son familiares, con capital en pocas manos, y ligadas por vínculos de sangre. El temor a la presencia de terceros ajenos en el capital y a las medidas de transparencia y publicidad exigidas para acceder a aquéllos suele hacer presa en ellas. Mas este temor va en contra de los tiempos empresariales que empezamos a vivir; va en contra de la más que conveniente mejora de la posición financiera de las empresas por la vía de la capitalización; no menos en contra va de los requerimientos cada vez más intensos de la ética empresarial, que reclaman transparencia y publicidad traducida paulatinamente en instrumentos jurídicos.

2.Inerciales. La bancarización de la financiación empresarial en España es extrema; de ello ya ofrecía algún apunte en las líneas iniciales¹⁷. Las vías de financiación abierta por el MAB y el MARF constituyen un camino recomendable para aliviar esta situación y, a la postre, mejorar tanto en el coste como en el modo de estimular la financiación empresarial.

3.De desconocimiento. Existe todavía un pernicioso desconocimiento del MAB y el MARF en el campo empresarial que se vería beneficiado por estos Mercados. Es preciso reforzar la publicidad y difusión relativas a éstos con la mayor labor comercial de BME y con el apoyo orientativo y difusor de los poderes públicos.

4.De apoyo de los poderes públicos. En este punto no me refiero al apoyo orientativo o difusor de los poderes públicos, sino al económico indirecto a través de la aprobación de beneficios fiscales en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y en el Impuesto sobre Sociedades¹⁸.

¹⁷ Para más detalle el ilustrativo gráfico que nos ofrecen JULIO ALCÁNTARA LERA y GONZALO GÓMEZ RETUERTO, «El Marf...», página 177. Estos autores ponen de relieve que el grado de dependencia del crédito bancario asciende en España al 78 por 100 de la financiación empresarial total.

¹⁸ Vid. en el mismo sentido GRANT THORNTON, «Economic impact...», página 1. Algunas Comunidades Autónomas, dentro de sus limitadas competencias sobre la materia, han emprendido el camino de impulsar la inversión en los mercados que nos centran mediante beneficios fiscales. Hay que citar en tal sentido los artículos 21 y 33 de la Ley de la Generalitat de Cataluña 26/2009, de 23 de diciembre, de Medidas fiscales, financieras y administrativas, y el

Apuntaba, por último, como aspecto mejorable del MAB y del MARF el de la seguridad jurídica, punto que por su importancia y actualidad trato de modo específico a continuación.

C. La seguridad jurídica que ofrecen los Mercados. Especial referencia a la supervisión y control

1. La desafortunada experiencia vivida con algunas compañías que cotizaban en el segmento de las de reducida capitalización del MAB ha puesto de relieve algunas deficiencias en el campo de la seguridad jurídica, particularmente en lo atinente a la supervisión y control de los Mercados.

2. La supervisión y control del MAB y del MARF es poliorgánica y parcialmente descentralizada.

Es, a diferencia de lo que ocurre en los mercados organizados, poliorgánica porque está atribuida a distintos órganos, y no solo a la CNMV, por lo que también es parcialmente descentralizada con respecto a este último organismo público.

El primer escalón es el que corresponde al asesor registrado¹⁹. El artículo 120.3 e) de la Ley del Mercado de Valores, según la redacción que le ha dado la reciente Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, encaja esta figura dentro de los participantes en el sistema multilateral de negociación, y deberá ser «designado por el emisor». El asesor registrado «deberá velar porque los emisores cumplan correctamente, tanto desde la perspectiva formal como sustantiva, con sus obligaciones de información frente a la sociedad rectora y frente a los inversores». La función del asesor registrado es crucial para las garantías que el Mercado ofrezca. Su acción de «velar» engloba la comprobación inicial y el control

artículo 2 de la Ley de la Comunidad de Madrid 5/2010, de 12 de julio, de Medidas fiscales para el fomento de la actividad económica.

¹⁹ Sobre esta figura puede consultarse a JOSU J. SAGASTI AURREKOETXEA, «El asesor registrado...»; JESÚS GONZÁLEZ NIETO-MÁRQUEZ, «El asesor registrado, pieza clave en la regulación del Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión», Revista Española de capital-riesgo, número 2, páginas 65 y siguientes; y Servicio de Estudios de BME, «Asesores registrados: los pilotos del MAB», Bolsa: Revista mensual de Bolsas y Mercados Españoles, número 117, páginas 32 y siguientes.

Como señala JOSU J. SAGASTI AURREKOETXEA, «El asesor registrado...», páginas 208 y 209: «Podría concebirse al "Asesor Registrado" como la persona jurídica que, disponiendo de experiencia acreditada, suficiente y adecuada en el asesoramiento a Sociedades por lo que respecta a su actuación en los Mercados de Valores, se halle inscrita en el Registro de Asesores Registrados y sea responsable ante el Mercado Alternativo Bursátil de la valoración de la idoneidad de una Sociedad que solicita su admisión en dicho Mercado o de una Sociedad que ya hubiere sido admitida a negociación en el mismo, en el caso de que fuere nombrado su Asesor Registrado con posterioridad, y asesore a tales Sociedades en el cumplimiento de las obligaciones que les fueren exigibles y en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida para actuar en dicho Mercado. En suma, deviene en un asesor especializado de las Empresas en Expansión y en responsable frente al MAB de asistir, asesorar y guiar a tales Empresas en el cumplimiento de las obligaciones y responsabilidades establecidas por la normativa del MAB».

subsiguiente del cumplimiento correcto de las obligaciones de información con el alcance señalado. Su cometido no puede agotarse en la forma, en el cumplimiento aparential de la documentación informativa, ha de ir más allá, ha de ir a la sustancia, al contenido de esta última. No lo puede decir más claro la nueva norma, que, además, lo hace con ecos filosóficos: su cometido debe llevarse a cabo «tanto desde la perspectiva formal como sustantiva». Si proseguimos con términos de raigambre filosófica, este precepto contiene suficientes elementos en potencia para que, en acto y por la vía del Reglamento del Mercado al que se refiere el último inciso del artículo 120.3 de la Ley del Mercado de Valores dentro del cometido de «velar» que legalmente se les atribuye a los asesores registrados, se englobe la supervisión inicial y el control posteriores de la «información frente a la sociedad rectora y frente a los inversores»²⁰. Todo ello sin olvidar que, con arreglo al párrafo segundo del artículo 121.2 de la Ley del Mercado de Valores: «La responsabilidad por la elaboración de la información a publicar relativa a los emisores de los instrumentos negociados corresponderá, al menos, a su entidad emisora y a sus administradores. Estos serán responsables por los daños y perjuicios causados a los titulares de los valores como resultado de que dicha información no presente una imagen fiel del emisor».

El segundo escalón de la supervisión y control incumbe a las sociedades rectoras del MAB y del MARF. Según el artículo 120, apartado IV, «supervisión y disciplina del mercado», letra a), el Reglamento del Mercado debería regular: «Métodos de supervisión y control por la entidad rectora de la efectiva observancia del reglamento del Mercado, así como de los preceptos de esta Ley y demás normas que resulten aplicables, especialmente en lo que atañe a las normas sobre abuso de mercado por parte de emisores, miembros, asesores registrados y otros participantes». El Reglamento del MAB y del MARF debe contener, pues, los adecuados métodos de supervisión y control que los rectores deberían poner en marcha. Obsérvese, no obstante, que el juicio sobre la idoneidad de estos métodos para «la efectiva observancia del Reglamento del Mercado, así como de los preceptos de esta Ley y demás normas que resulten aplicables, especialmente en lo que atañe a las normas sobre abuso de mercado por parte de emisores, miembros, asesores registrados y otros participantes» incumbe a la CNMV a la hora de ejercer su competencia aprobatoria del Reglamento que nos ocupa²¹.

²⁰ Para más detalle sobre este punto vid. JOSU. J. SAGASTI AURREKOETXEA, «El asesor registrado...», páginas 222 y siguientes.

²¹ Como dispone el artículo 120.2 de la Ley del Mercado de Valores: «Las entidades previstas en el apartado anterior elaborarán un reglamento de funcionamiento específicamente referido a la gestión del sistema multilateral de negociación que deberá ser autorizado por la Comisión

Aprobado el correspondiente Reglamento por la CNMV, la responsabilidad supervisora y controladora de las sociedades rectoras del MAB y del MARF se ciñe a verificar su estricto cumplimiento, habida cuenta de que —recordémoslo— el asesor registrado «deberá velar porque los emisores cumplan correctamente, tanto desde la perspectiva formal como sustantiva, con sus obligaciones de información frente a la sociedad rectora y frente a los inversores», y a la CNMV corresponde aprobar los Reglamentos que ha de recoger los métodos de supervisión y control que los rectores han de desarrollar.

Por último, los todavía vigentes Reglamentos del MAB y del MARF, pendientes de reforma profunda para acomodarse a lo que les reclama el artículo 120 de la Ley del Mercado de Valores en su reciente redacción dada por la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial, establecen que, sin perjuicio de las competencias de las entidades rectoras de aquellos mercados, la supervisión de ellos incumbe a la CNMV²².

La CNMV, pues, ejercerá la supervisión sobre todos los miembros del MAB y el MARF, y, en particular, le corresponderá supervisar:

- que los asesores registrados velen «porque los emisores cumplan correctamente, tanto desde la perspectiva formal como sustantiva, con sus obligaciones de información frente a la sociedad rectora y frente a los inversores», y

- que las entidades rectoras de los Mercados cuenten con métodos de supervisión y control en punto a «la efectiva observancia del Reglamento del Mercado, así como de los preceptos de esta Ley y demás normas que resulten aplicables, especialmente en lo que atañe a las normas sobre abuso de mercado por parte de los emisores, miembros, asesores registrados y otros participantes».

Para rematar estas consideraciones, permítaseme recalcar que, con base en las experiencias vividas, lo que aconseja el propio desarrollo de los Mercados y el nuevo contenido del artículo 120 de la Ley del Mercado de Valores, los Reglamentos del MAB y del MARF han de ser objeto de una importante reforma,

Nacional del Mercado de Valores, y someterse al régimen de publicidad que se determine reglamentariamente, que incluirá la inscripción en el correspondiente registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

²² Según el párrafo cuarto del artículo 3 del Reglamento del MAB: «El Mercado, sus miembros y entidades participantes estarán sujetos a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

El mismo artículo y párrafo del Reglamento del MARF proclama que: «Aiaf Mercado de Renta Fija SAU, en su condición de entidad rectora del Mercado está sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Igualmente, lo estarán los Miembros del Mercado y las entidades mediadoras por su condición de entidades prestadoras de servicios de inversión».

entre otros extremos en lo atinente a la supervisión y control. A mi parecer, es imprescindible que en estas reformas juegue un papel primordial tanto la claridad y la definición precisa de competencias y responsabilidades de todos los interesados, como el mantenimiento de las características esenciales de tales mercados como sistemas multilaterales de negociación que flexibilizan y facilitan el cumplimiento de los requisitos de acceso en comparación a los requeridos por los mercados regulados.

VI. CONCLUSIONES

1. La financiación bancaria empresarial alcanza en España unos porcentajes elevados y por encima de países de nuestro entorno.
2. La elevada financiación bancaria redundará en perjuicio de la aconsejable capitalización de las empresas y la reducción del coste de su financiación.
3. Tanto el MAB como el MARF son instrumentos adecuados para mejorar esta situación impulsando la financiación mediante el acceso a los mercados.
4. BME, como sociedad titular directa o indirectamente del capital de las sociedades rectoras del MAB y del MARF, cumple, junto al desarrollo de su objeto social, una función parapública o parainstitucional a través de la creación y el mantenimiento de estos Mercados beneficiosos para la financiación empresarial en España.
5. En su corta vida el MAB y el MARF han dado pasos importantes en su desarrollo, aunque aún están alejados de la importancia económica de mercados equivalentes en la Unión Europea.
6. Para multiplicar su crecimiento tanto el MAB como el MARF necesitan mejorar en ciertos aspectos culturales, inerciales, de desconocimiento, de seguridad jurídica y de apoyo de los poderes públicos fundamentalmente en el campo fiscal.
7. Con base en las experiencias vividas, el propio desarrollo de los Mercados y el nuevo contenido del artículo 120 de la Ley del Mercado de Valores, los Reglamentos del MAB y del MARF han de ser objeto de una profunda reforma, entre otros extremos, en lo atinente a la supervisión y control.
8. En esta importante reforma debe jugar un papel primordial tanto la claridad y la definición precisa de competencias y responsabilidades de todos los interesados, como el mantenimiento de las características esenciales de los mercados que nos ocupan como sistemas multilaterales de negociación que flexibilizan y facilitan el cumplimiento de los requisitos de acceso en comparación a los requeridos por los mercados regulados.

