



Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil

2016/ 106

Noviembre 2016

LA NUEVA REGULACIÓN DEL MAB: ¿REFORMA NECESARIA O RIGIDECES INEFICACES?¹

Autor

LUIS CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO

Profesor Contratado Doctor de Derecho Mercantil 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@urjc.es

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense

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

Copyright © 2016 por el autor

¹ El presente trabajo tiene su origen en las conclusiones de la intervención en la mesa redonda: en el seno del XIII SEMINARIO HARVARD-COMPLUTENSE (FINANCIAL CRISIS: A TRASANTLANTIC PERSPECTIVE), celebrado en la HLS los días 21, 22 y 23 de septiembre de 2015, bajo el título “The reform of the multilateral trading by Law 5/2015. Special reference to the permeability with official secondary markets “. Una versión del trabajo, con algunas modificaciones ha sido también publicado en el número 2 de la revista *Lex Mercatoria* (enero-marzo 2016), bajo el título “Novedades en la regulación y normativa de desarrollo del MAB como consecuencia de la Ley de Fomento de la Financiación Empresarial”.

LA NUEVA REGULACIÓN DEL MAB: ¿REFORMA NECESARIA O RIGIDECES INEFICACES?

The new Alternative Investment Markets (MAB) regulation: ¿Necessary reform or inefficient rigidities?

LUIS CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO

Profesor Contratado Doctor de Derecho Mercantil URJC

Resumen: El presente trabajo analiza la reciente reforma del mercado alternativo bursátil (MAB) y con el fin de fortalecer e impulsar su funcionamiento como sistema alternativo de negociación.

Palabras clave: Mercado Alternativo Bursátil, financiación empresarial, reforma.

Abstract: The present paper analyzes the recent reform on the Alternative Investment Market (MAB), aiming strengthen and boost its operation as an alternative negotiation system.

Keywords: Alternative Investment Market, corporate finance, reform.

El Mercado Alternativo Bursátil (MaB) es un sistema multilateral de negociación llamado a acoger la contratación de valores negociables que, por el régimen legal específico a que estén sometidas sus emisoras, por sus dimensiones o por sus especiales características, requieran un régimen singularizado de negociación. No se trata por lo tanto, de un mercado secundario oficial o regulado, de los previstos en el artículo 43 y ss del Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores (como las Bolsas o AIAF), sino de un sistema multilateral de negociación, más flexible por ello que los mercados regulados, previsto en el Capítulo I, del Título X, del mismo texto normativo.

Partiendo de lo anterior, el MaB, como sistema multilateral de negociación, está diseñado para acoger a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos no excesivamente gravosos o complejos adaptados a sus características. Se trata, en definitiva, de un mercado diseñado con el objetivo de facilitar el acceso a la financiación no bancaria, en los mercados, a empresas de tamaño medio y en procesos de expansión².

Así las cosas, la nota esencial caracterizadora del régimen del MaB ha sido la flexibilidad, de forma que su régimen jurídico es más laxo y menos rígido que el propio de los mercados secundarios oficiales o regulados. Esa flexibilidad en su régimen jurídico y las propias características de las entidades emisoras partícipes en el sistema, medianas empresas en procesos de expansión y crecimiento, configuran al MaB como un mercado no oficial en el que la volatilidad y el riesgo inversor son también notas

² De este modo, tal y como destaca Bolsa y Mercados Españoles en su web *“La capacidad de diseñar las cosas a medida es la que caracteriza a este mercado alternativo. Se trata de adaptar el sistema, en lo posible, a unas empresas peculiares por su tamaño y fase de desarrollo, que presentan amplias necesidades de financiación, precisan poner en valor su negocio y mejorar su competitividad con todas las herramientas que un mercado de valores pone a su disposición. El MaB ofrece una alternativa de financiación para crecer y expandirse*

características, y seguramente difícilmente suprimibles. Forma esto parte de una reflexión final sobre la finalidad y objetivos propios de un mercado de esta naturaleza, que bien puede hacerse al hilo de la reciente reforma de su régimen jurídico a la que nos aproximaremos sucintamente en las siguientes líneas.

Pues bien, la flexibilidad esencial al funcionamiento del MaB como sistema multilateral de negociación se ha visto limitada por la reforma operada por la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial, que modificó la Ley del Mercado de Valores (derogada por el actualmente vigente Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores). Dicha reforma, en lo que a los sistemas multilaterales de negociación se refiere, se ha visto creemos influida por sucesos patológicos y extraordinarios recientes como el asunto GOWEX, de tal forma que se ha impulsado una solución o alternativa como reacción frente a la alarma social generada y la crisis de confianza existente en torno al mismo.

La reforma se caracteriza por la incorporación de una regulación más exigente para emisores y operadores en dicho mercado, que concreta, de forma muy sintética, en las siguientes medidas:

- 1) La suspensión temporal de alguna de las exigencias para la cotización de valores en el mercado continuo, cuando estos provengan de un sistema multilateral de negociación (SMN) como el MaB, en el sentido de flexibilizar transitoriamente (durante el periodo de 2 años) determinadas obligaciones de conducta para entidades que acceden a un mercado secundario oficial desde un SMN (se omite la obligación de publicar el segundo informe financiero semestral y la declaración intermedia de gestión). Es preciso que la entidad para acogerse a la exención lo declare expresamente en el folleto de admisión (artículo 77 TRLMV).

- 2) Se impone a aquéllas sociedades cotizadas en un SMN con una capitalización superior a los 500 millones de euros durante un periodo continuado de al menos seis meses su ascenso a un mercado regulado, en el plazo de 9 meses desde que se alcance el límite de capitalización.
- 3) Se efectúa refuerzo de las facultades de supervisión tanto de las entidades rectoras de los SMN (no sólo para el caso de abuso de mercado) como de la propia CNMV.
- 4) Se regula, por primera vez, la responsabilidad de los emisores de valores por los perjuicios ocasionados por información que no refleje la imagen fiel de la sociedad.
- 5) Se refuerzan, con carácter general, las competencias de autorización, supervisión, inspección y sanción o disciplinaria de la CNMV en relación con el funcionamiento de los SMN

Como consecuencia de la anterior reforma, y con el propósito de adaptar a la misma su normativa interna, el pasado 11 de febrero de 2016, el MaB hizo pública la reforma de su reglamento de funcionamiento y sus circulares de desarrollo. De este modo, las reformas afrontadas se refieren básicamente a tres aspectos distintos (i) la incorporación y exclusión de empresas, (ii) la información a suministrar por las mismas y (iii) las funciones de los asesores registrados.

En concreto, la nota de prensa destaca los siguientes aspectos de la reforma:

“El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) ha actualizado su Reglamento y las Circulares que lo desarrollan como consecuencia

de diversos cambios de legislación financiera que se han producido en 2015 y que afectan a la normativa vigente. Con ocasión de la modificación del Reglamento, el MAB ha incorporado nuevas obligaciones a Asesores Registrados y Emisoras que antes eran voluntarias y ahora se establecen como obligatorias.

La legislación aprobada en el Parlamento en 2015, que origina modificaciones, incluye la Ley 5/2015 de Fomento de la Financiación Empresarial, cambios realizados en el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Auditoría, la nueva Normativa de Compensación y Liquidación, así como las Directivas europeas de Abuso de Mercado y MiFID II.

En base a la experiencia acumulada y aprovechando el cambio normativo, se han incorporado también a la regulación muchas de las recomendaciones voluntarias de las Guías de Buenas Prácticas referidas a las entidades emisoras y a los asesores registrados.

Los cambios inciden fundamentalmente en los capítulos dedicados a la incorporación y exclusión de empresas, la información a suministrar por las mismas y las funciones de los asesores registrados.”

Así, en el apartado de las exclusiones del MaB, se incorporan como supuestos que propician la salida de cotización, la admisión a negociación en Bolsa, por la vía voluntaria o por la obligatoria en el caso de superar los 500 millones de euros de capitalización, a la vez que se elimina la exigencia de recompra de acciones a minoritarios en estos supuestos. Del mismo modo, se incluyen como nuevos supuestos de exclusión el de sociedades en fase de liquidación por proceso concursal o liquidación societaria ordinaria.

Se incorporan novedades también en el ámbito de las obligaciones de información de las entidades admitidas a negociación,

intensificándolas. De este modo, se introduce el necesario sometimiento de las cuentas semestrales a una revisión limitada por el auditor y la ampliación del plazo de presentación a 4 meses tras el cierre del semestre. Adicionalmente, los requerimientos de la Ley de Auditoría a partir de junio de 2016 incluyen para las empresas la necesidad de contar de un auditor para Entidades de Interés Público y emitir un Informe de la Comisión de Auditoría, que habrá de constituirse con mayoría de consejeros independientes y ser presidida por independiente. Adicionalmente, se detalla la obligación de facilitar al asesor cualquier información que precise para el cumplimiento de sus obligaciones de control y seguimiento.

En relación con los asesores registrados, el nuevo reglamento del MAB incluye numerosas novedades. En primer término, entre los requisitos de acceso destaca que deberán estar sujetos a la supervisión de la CNMV, Banco de España, ICAC, o bien aportar informes complementarios. Se concretan elementos como el alcance y plazo de la experiencia que han de tener, así como los requisitos de su independencia de las empresas asesoradas. No podrán ejercer como asesores las entidades sancionadas o inhabilitadas por CNMV.

En el ámbito de las funciones que han de desempeñar aquéllos, se distinguen tres diferentes categorías, a saber, (i) funciones generales, (ii) funciones específicas previas a la incorporación y (iii) funciones específicas tras la incorporación del emisor.

- Las funciones generales: asesorar para que los emisores cumplan sus obligaciones por su participación en el mercado y la presentación de información, así como revisar que la empresa reúne los requisitos de incorporación.
- Las funciones específicas previas a la incorporación: asistir en la elaboración del Documento Informativo de

Incorporación al Mercado, revisar que la información cumple la normativa y no omite datos relevantes y aportar al Mercado un informe acreditativo en el que analicen y valoren el cumplimiento de los mencionados requisitos.

- Las funciones específicas posteriores a la incorporación: la nueva normativa detalla cómo el contacto regular con la compañía permitirá al asesor registrado examinar toda la información, periódica o puntual, que la empresa deba facilitar, y seguir de cerca su difusión en actos públicos o a través de los medios de comunicación. A resultados de lo anterior, el asesor deberá aportar al Mercado un informe acreditativo de cada actuación.

Lo anterior constituye un sintético repaso a las principales novedades introducidas en la LMV y posteriormente incorporadas a la normativa interna del propio MaB y permiten concluir, al menos preliminarmente, que dicho SMN se delimita como un mercado limitado a un tipo de empresas de tamaño medio y como una suerte de *pasarela hacia el mercado continuo*, de modo que se intensifican los controles en el mismo, y se flexibilizan los propios del acceso a los mercados secundarios oficiales, al menos con carácter transitorio. Lo anterior, parece translucir una desconfianza hacia los SMN, generando incentivos para el rápido tránsito por los mismos hacia los mercados secundarios oficiales.

No cabe duda que el reforzamiento de la transparencia, la información, las competencias y responsabilidad de los actores en el SMN han de conducir a un mejor funcionamiento del mercado alternativo, dado que supone ahondar en una necesaria seguridad jurídica, pero dicho objetivo no puede (¿debería?) ocultar, camuflar o hacer desaparecer el riesgo inversor consustancial al MaB, propio de la naturaleza, situación y características de las empresas que en él cotizan, de los emisores y rasgo esencial y definitorio de dicho

mercado. Las reformas que se hayan de afrontar para consolidar al MaB lo han de ser, desde el convencimiento de su carácter necesario, como elemento de consolidación de un mercado en el que el riesgo es más elevado en otros, y por ende, el perfil inversor debería ser distinto (más institucional y menos retail o particular), pero en modo alguno a modo de reacción repentina a un supuesto patológico; y a mi juicio, las que en los últimos meses se han impulsado no responden siempre al primero de los escenarios.