



MAB

Informe sobre el funcionamiento, organización y actividad del Mercado Alternativo Bursátil

Autor: Mikel Monterrubio Rego

Director: José María Beraza Garmendia

Grado en Administración y Dirección de Empresas

Trabajo de Fin de Grado

Curso Académico 2014-2015

ÍNDICE DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN.....	6
1. ¿QUÉ ES EL MAB?	10
1.1. DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL MAB	10
1.2. ANTECEDENTES DEL MAB.....	12
1.2.1. El Segundo Mercado.....	12
1.2.2. Otros mercados alternativos internacionales	14
1.2.3. Ausencia de las PYMES en los mercados de valores	16
1.3. IMPORTANCIA DEL MERCADO BURSÁTIL PARA LAS EMPRESAS Y LA ECONOMÍA ESPAÑOLA.....	18
1.3.1. Ventajas de los Mercados Alternativos para las empresas	18
1.3.2. Ventajas de los Mercados Bursátiles para otros Agentes de la economía.....	20
1.4. ORGANIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO DEL MAB	21
1.4.1. Normativa	21
1.4.2. Funcionamiento del mercado	24
1.4.3. Figuras del MAB.....	27
1.4.4. Salida al MAB.....	29
2. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN Y DE LA ACTIVIDAD DEL MAB	32
2.1. IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA	32
2.2. ANÁLISIS DE LA EVOLUCION 2009-2014	35
2.2.1. Empresas que cotizan en el MAB	35
2.2.2. Distribución sectorial.....	36
2.2.3. Procedencia de las empresas	38
2.2.4. Financiación obtenida	38
2.2.5. Volumen de negociación	41
2.2.6. Capitalización Bursátil	44
2.3. ANÁLISIS COMPARATIVO: MAB VS IBEX 35 Y SMALLCAP.....	49
2.3.1. Índice MAB.....	49
2.3.2. Comparativa: Rentabilidades obtenidas	51
2.4. ANÁLISIS COMPARATIVO CON EL AIM: ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET	56
3. EL MAB EN LA ACTUALIDAD	64

3.1.	SITUACIÓN ACTUAL DEL MERCADO	64
3.2.	CASOS PARTICULARES	65
3.2.1.	Gowex	65
3.2.2.	MasMovil-Ibercom	69
3.3.	RETOS Y PROPUESTAS PARA LA MEJORA DEL MAB	76
3.3.1.	Incentivos Fiscales	76
3.3.2.	Inversión vía Fondos de Inversión	78
3.3.3.	Mayor análisis independiente.....	78
3.3.5.	Promover la ley ascensor	79
4.	CONCLUSIONES FINALES	82
	BIBLIOGRAFIA	86

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Empresas cotizantes en el Segundo Mercado (1995-2010)	13
Gráfico 2. Peso relativo de la financiación de mercado frente al crédito bancario (media años 2000-2010)	17
Gráfico 3. Tasa desempleo España 2007-2014 (en términos porcentuales)	32
Gráfico 4. Evolución del PIB de España a lo largo de la crisis (variación interanual en términos porcentuales)	33
Gráfico 5. Evolución de la inversión pública en España 2008-2014 (millones de euros)	33
Gráfico 6. Evolución de la prima de riesgo española 2009-2014	34
Gráfico 7. Número de empresas incorporadas al MAB anualmente	35
Gráfico 8. Distribución sectorial del MAB	36
Gráfico 9. Distribución subsectorial del MAB.....	37
Gráfico 10. Financiación total obtenida anualmente por las empresas en el MAB.....	39
Gráfico 11. Relación ampliaciones vs colocaciones en el MAB.....	41
Gráfico 12. Volumen de contratación (en millones de €)	42
Gráfico 13. Volumen anual acciones negociadas	42
Gráfico 14. Distribución volumen negociado por empresas.....	43
Gráfico 15. Volumen negociación mensual año 2014	44
Gráfico 16. Capitalización bursátil del total del MAB (en miles de €).....	45
Gráfico 17. Capitalización de las empresas respecto al total del MAB.....	46
Gráfico 18. Distribución sectorial MAB según capitalización.....	47
Gráfico 19. Distribución subsectorial MAB según capitalización	47
Gráfico 20. Peso relativo de cada sector según capitalización	48
Gráfico 21. Peso relativo de cada subsector según capitalización.....	48
Gráfico 22. Clasificación de las empresas según su capitalización (datos 2014)	49
Gráfico 23. Evolución completa índice MAB	51
Gráfico 24. Evolución Índice MAB vs IBEX35 & IBEX Small Cap	52
Gráfico 25. Índice MAB año 2013	55
Gráfico 26. Índice MAB año 2014.....	55
Gráfico 27. Número de empresas en el AIM	59
Gráfico 28. Clasificación empresas AIM	59
Gráfico 29. Relación colocaciones-ampliaciones AIM.....	60
Gráfico 30. Volumen negociación AIM (millones de libras)	60
Gráfico 31. Volumen de contratación AIM (en millones de acciones).....	61
Gráfico 32. Capitalización AIM (millones de libras).....	61
Gráfico 33. Distribución del número de compañías por capitalización (en millones de libras)	62
Gráfico 34. Distribución sectorial AIM.....	62
Gráfico 35. Fondos captados por Gowex	65
Gráfico 36. Cotización histórica Gowex.....	66

Gráfico 37. Financiación obtenida por MASMOVIL IBERCOM	70
Gráfico 38. Cotización acción MASMOVIL	71

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Comparativa: mercado de valores vs MAB.....	11
Tabla 2. Volúmenes de contratación y capitalización del Segundo Mercado (años 1995-2010) Importes en millones de €.....	13
Tabla 3. Mercados bursátiles para pequeñas y medianas empresas.....	15
Tabla 4. Número de empresas en el MAB por CCAA.....	38
Tabla 5. Desglose de la financiación obtenida: colocaciones vs ampliaciones.....	40
Tabla 6. Rentabilidades anualizadas MAB, IBEX35 e IBEX Small Cap.....	53
Tabla 7. Cotizaciones Índices.....	56
Tabla 8. Tabla comparativa características MAB-AIM:.....	58
Tabla 9. Resultados anuales Gowex (2011-2013)	66
Tabla 10. Resultados anuales MASMOVIL Ibercom	70

INTRODUCCIÓN

Este Trabajo de Fin de Grado es un estudio sobre el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión, un modelo de mercado bursátil enfocado a las PYMES. Un mercado que viene a ofrecer una nueva herramienta de financiación a empresas de pequeño y medio tamaño, que hasta ahora veían imposible acceder a los mercados financieros.

En los últimos años, libros y películas relacionadas con la bolsa han ido despertando mi interés por los mercados bursátiles. Pese a ello, mis conocimientos acerca de ellos nunca habían reparado más allá de lo acontecido en el IBEX35. Aprovechando la actualidad que surgió acerca del MAB en el verano de 2014, me pareció interesante poder ahondar en este mercado de tan reciente creación y desconocido a la vez para muchos.

Por ello, el objetivo del trabajo es comprender el concepto, funcionamiento, evolución y perspectivas del Mercado Alternativo Bursátil español.

En el año 2008, en los inicios de la actual crisis financiera en nuestro país y en una época convulsa en la que comenzaban a palpase los primeros síntomas de ésta, nace el Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Ese año supone el inicio de un periodo marcado por la falta de liquidez en el mercado, tras un periodo expansivo en el que abundaba la disponibilidad de crédito, por lo que la mayoría de empresas han utilizado el canal bancario como principal fuente de financiación.

Sin embargo, en los últimos tiempos nuevas fórmulas de financiación están tomando relevancia a la hora de impulsar los proyectos empresariales, dadas las dificultades que tienen éstos para acudir a la vía tradicional bancaria. Además, en el caso de empresas de reciente creación, y con planes de negocio expansivos aun sin consolidación real, esto supone una dificultad añadida, ya que se ven supeditadas a condiciones de difícil cumplimiento, a lo que se añade el alto coste que acaban pagando por acceder a este tipo de financiación.

Hasta ahora, este perfil de empresa se encontraba en una situación de abandono ante la imposibilidad de acceder a los mercados bursátiles. La estructura del sistema financiero, la complejidad regulatoria y los costes de acceso suponían una barrera difícilmente superable para empresas de pequeño recorrido.

Bajo este prisma nace el MAB, siguiendo la línea de otros mercados creados en Europa, que busca convertirse en una fuente de obtención de financiación vía recursos propios para empresas que no han tenido la oportunidad de acceso a los mercados. De esta manera, se enfoca en un segmento de empresas innovadoras y en fase de expansión, ofreciéndoles unas condiciones acordes a sus características que les permite obtener recursos en una fase vital del periodo de vida de la empresa. Además,

de la obtención de financiación del mercado, les permite a las empresas beneficiarse de otro tipo de ventajas como la visibilidad, liquidez y valoración.

Por otro lado, el MAB se destaca por ampliar el universo de las empresas a los inversores. Así, esta posibilidad les permite llevar a cabo una diversificación de las carteras actuales invirtiendo en nuevas empresas y sectores, en un mercado que, dadas las características y perfil de las empresas, está destinado a ofrecer grandes rentabilidades debido al crecimiento potencial de estas empresas.

Teniendo en cuenta todo esto, y una vez que el MAB ya ha cumplido seis años de vida, nos encontramos ante un mercado con luces y sombras. Los escándalos de algunas de las empresas cotizantes han creado fuertes altibajos en el mercado y una gran desconfianza en la base inversora, lo que ha lastrado el proceso de consolidación y crecimiento del mercado. Pese a todo, se entremezclan algunas experiencias empresariales decepcionantes con otras más exitosas.

En este contexto, y dado el potencial de crecimiento y la relevancia que puede adquirir esta bolsa alternativa como fuente de financiación de las PYMES en nuestro país, puede ser de interés estudiar en profundidad las características y la evolución sufrida desde su creación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB).

Para ello comenzaremos analizando el concepto del MAB, su importancia dentro de la economía española, así como los antecedentes y razones que justifican el origen de este mercado de reciente creación; a continuación profundizaremos en la estructura y organización del MAB, para así poder comprender cuál es su funcionamiento y el papel que juegan los intervinientes en este mercado.

La segunda parte del trabajo recoge un análisis de la evolución del mercado desde su creación en 2009 hasta 2014. Para ello, haremos un recorrido por los principales indicadores y datos bursátiles que nos permitan obtener una idea de su actividad. Además, para contextualizarlo realizaremos diversos análisis comparativos con otros índices bursátiles tanto nacionales como internacionales.

Seguidamente, se realizará una valoración de la actual situación del mercado, mediante la presentación de 2 casos prácticos de distintas experiencias de empresas en el MAB. Agradecer en este punto, la amabilidad de José Poza, vicepresidente de MasMovil Ibercom, por brindarnos una entrevista para este trabajo. En ella nos relatará, desde una perspectiva muy cercana al mercado, la experiencia propia de su empresa, y su valoración acerca del mercado en general. Para concluir, depararemos en las claves y perspectivas del mercado, tratando de predecir su futuro más próximo.

La metodología que se ha aplicado en este Trabajo de Fin de Grado ha sido, en primer lugar, la revisión de fuentes primarias, cuya fuente fundamental de consulta ha sido la página web del Mercado Alternativo Bursátil (<http://www.bolsasymercados.es/MAB>) así como las bases de datos existentes en BME (Bolsas y Mercados Españoles), CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) y Banco de España.

Además, en la parte final de este trabajo, en el apartado bibliográfico, se detallan todas las fuentes secundarias que se han revisado para su elaboración, véase artículos, informes, boletines, manuales y textos.

Por último, a la hora de analizar el ciclo evolutivo del MAB así como sus datos más significativos, es decir, rentabilidades, capitalización, financiación obtenida y comparativas respecto a otros mercados, utilizaremos la herramienta Excel de Microsoft Office, que nos permitirá precisar la evolución de una manera más visual mediante tablas y gráficos.

1. ¿QUÉ ES EL MAB?

1.1. DEFINICIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL MAB

El Mercado Alternativo Bursátil (en adelante, MAB) es un sistema Organizado de Negociación autorizado por el Gobierno español, regulado por lo previsto en el art. 31.4 de la Ley española de Mercados de Valores.

El mercado está supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), mientras que Bolsas y Mercados Españoles (BME), sociedad que integra todos los mercados de valores en España, es la sociedad que se encarga de llevar su gestión y organización.

El MAB se configura como un sistema de contratación, liquidación, compensación y registro de valores, que aglutina 3 segmentos de negociación dirigidos a:

1. SICAVS.¹
2. Entidades de Capital Riesgo.
3. Empresas en expansión.

En este trabajo se profundizará sobre este último segmento.

Se trata de un mercado dirigido a empresas de reducida capitalización, normalmente en fase de expansión, que necesitan recursos financieros adicionales para hacer frente a nuevos proyectos. Empresas que quieren crecer a través de nuevos productos, nuevas líneas de negocio, nuevos servicios o expandirse internacionalmente. Para posibilitar la admisión de estas empresas, el mercado se ha diseñado con una regulación y costes adaptados a sus especiales características.

Si bien el MAB tiene un ámbito más nacional (normalmente los mercados alternativos se caracterizan por ser mercados domésticos, en cuanto al origen de las empresas participantes), el mercado está abierto a la participación de valores extranjeros. De igual manera, desde el punto de vista de la demanda, está totalmente abierto a inversores extranjeros individuales e institucionales.

Como señala A. Giralt (2012), actual presidente del mercado, el MAB no es la bolsa tradicional, es más bien una bolsa paralela a la bolsa, un mercado propio y diferenciado respecto al tradicional Mercado de Valores. Haciendo hincapié en este aspecto, en la siguiente tabla mostramos una comparativa entre el primer mercado y el MAB, donde destacamos los principales aspectos que los diferencian, así como algunas similitudes.

¹ Las **Sociedades de Inversión de Capital Variable** (SICAVs) son una modalidad de Institución de Inversión Colectiva de carácter societario, cuyo objeto exclusivo es la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.

Tabla 1. Comparativa: mercado de valores vs MAB

	1º MERCADO	2º MERCADO (MAB)
Nº Empresas (31/12/14)	129	26
Tamaño mínimo	<i>Free-float</i> ² mínimo: un 25% de su capital en el mercado.	<i>Free-float</i> : 2 millones de euros.
Tipo Sociedad	Anónima. Cualquier actividad. Al menos 2 años de existencia.	Anónima. Cualquier actividad. Para compañías con antigüedad inferior a 2 años: compromiso de un año de permanencia para accionistas de referencia y principales directivos.
Beneficio	En los 2 últimos ejercicios o en 3 no consecutivos en un periodo de 5 años.	Que estén obteniendo ingresos significativos procedentes de su actividad comercial o pre-comercial.
Accionistas	El número de accionistas con participación individual inferior al 25% del capital será al menos de 100.	No se exige mínimo.
Cotización	Las acciones cotizan durante toda la sesión.	Las empresas del MAB sólo marcan 2 cambios en cada sesión bursátil, uno a las 12:00 horas y otro a las 16:00 horas.
Obligaciones de Información	<p><u>*Anual:</u> memoria, balance, cuenta PyG, aplicación de resultados de cada ejercicio cerrado.</p> <p><u>*Trimestral:</u> Descripción de operaciones financieras; balance y cuenta PyG; inversiones, ventas o ingresos y evolución de los costes.</p> <p>*Comunicación de hechos informativos con ocasión operaciones financieras relevantes; folletos.</p>	<p><u>*Anual:</u> Igual que en el primer mercado.</p> <p><u>*Semestral:</u> Descripción de operaciones financieras; balance y cuenta PyG; inversiones, ventas o ingresos y evolución de los costes.</p> <p>*Comunicación de hechos relevantes; folletos informativos con ocasión operaciones financieras.</p>

Fuente: Elaboración propia a partir de Martínez,(2001)

² De origen anglosajón, el *free float* (capital flotante) hace referencia a la cantidad de acciones en circulación de una sociedad cotizada que se encuentran disponibles para su compra a través del mercado. Es decir, el total de acciones menos la porción en manos del grupo dominante y de inversores estratégicos, como pueden ser el Gobierno en el caso de empresas privatizadas, los miembros de la dirección o inversores a largo plazo.

1.2. ANTECEDENTES DEL MAB

La creación de un mercado bursátil dirigido a PYMES que ayude a subsanar las dificultades de acceso a la financiación de éstas, como es el MAB en la actualidad, no es una idea nueva. Durante las últimas décadas, múltiples han sido los proyectos de mercados o secciones para PYMES creados en las principales plazas bursátiles, siendo reducido el éxito conseguido en la mayoría de ellos. En España siguiendo el modelo de otros países, también podemos encontrar algunos precedentes, siendo el más importante el conocido como Segundo Mercado.

1.2.1.El Segundo Mercado

Lo que hoy en día conocemos como mercados alternativos tienen origen en los conocidos como “segundos mercados³”, los cuales estaban concebidos para dar cabida a empresas con dificultades para poder cotizar en el mercado bursátil tradicional, debido a los altos costes de acceso y los requerimientos de información a los que se veían exigidos. Como señala Blanco Baron (2008), el fracaso de estos segundos mercados ha dado origen a los conocidos como “terceros mercados” o “mercados alternativos”.

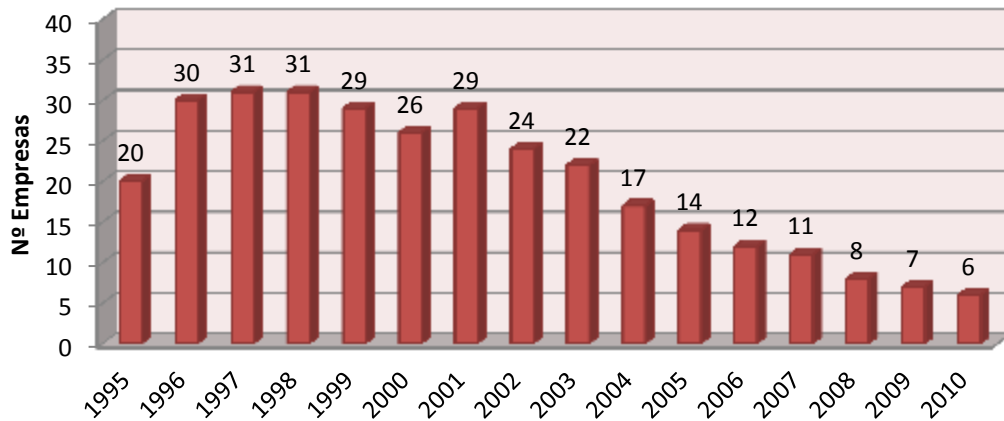
En España, el segundo mercado bursátil se creó en Abril de 1982, cuyo antecedente fue el Mercado Paralelo de Barcelona, el cual fue clausurado en 1940 tras la guerra civil. El tejido industrial existente en Cataluña, con un amplio volumen de tipo medio, hizo que se promoviera la idea del segundo mercado (Martínez, 2001).

Tomando como experiencia previa este segundo mercado de Barcelona, se produce la regularización oficial de los segundos mercados bursátiles en España. A través del Real Decreto 710/1986 y la Orden Ministerial del 26 de Diciembre, se regula por primera vez el Segundo Mercado de Valores en las Bolsas Oficiales de Comercio, y se modifican las condiciones de puesta en circulación de Títulos de Renta Fija, permitiendo que las pequeñas y medianas empresas pudieran acceder a la financiación a través del mercado de capitales (Mariño T. y otros., 2012).

Desde entonces el desarrollo no ha sido el esperado, llegando a convertirse en un mercado marginal. En el gráfico 1 podemos observar cómo el número de empresas participantes apenas ha superado la treintena, produciéndose un gradual descenso de éstas a partir de la década del 2000.

³ No confundir con los mercados secundarios oficiales, los cuales hacen referencia a los mercados regulados en España.

Gráfico 1. Empresas cotizantes en el Segundo Mercado (1995-2010)



Fuente: CNMV

Si atendemos a los volúmenes de contratación y capitalización del segundo mercado en los últimos años (véase tabla 2), los volúmenes totales son sustancialmente marginales en comparación a los obtenidos durante el mismo periodo por la Bolsa española. Por ejemplo, si nos fijamos en el dato del año 2007, donde se obtuvo un record en cuanto a volumen de contratación con 192,9 millones de euros, esta cifra representa solamente un 0,01% del volumen total del mercado de renta variable de España.

Tabla 2. Volúmenes de contratación y capitalización del Segundo Mercado (años 1995-2010) Importes en millones de €

Años	Contratación	Capitalización
1995	13,4	124,4
1996	24,5	134,7
1997	17,9	121,1
1998	12,7	180,3
1999	31,1	230,1
2000	18,3	258,6
2001	24,9	325,8
2002	17,9	383
2003	13,3	369
2004	21,3	292,5
2005	25,9	307,4
2006	49,3	392,7
2007	192,9	286,8
2008	31,7	109,9
2009	3,2	109,9
2010	3	74,6

Fuente: CNMV

Entre las causas que han propiciado su escaso éxito podemos distinguir las siguientes (Martínez, 2001):

- Excesiva regulación del mercado.
- La falta de liquidez del mercado, que provoca un retraimiento tanto en los intermediarios como en los inversores finales.
- Los niveles de exigencia en cuanto a capital mínimo requerido para acceder al mercado no eran los adecuados; ante la disyuntiva de cotizar en el primer o segundo mercado, las empresas optaban indudablemente por el primero.
- Un tratamiento fiscal poco incentivador.
- El desconocimiento por parte del empresariado de las ventajas de cotizar en bolsa, en concreto en el Segundo Mercado.
- Según los expertos, el segundo mercado es el indicado para la mediana empresa, pero no para la pequeña, la cual carece de la estructura administrativa y contable necesaria para poder operar en el mercado.
- La legislación aplicable al mercado se ha quedado algo desfasada, máxime cuando es anterior a la Ley de Mercado de Valores de 1988.
- Un temor excesivo a sufrir una Oferta Pública de Adquisición (OPA), no teniéndose en cuenta que dicho escenario depende del capital social difundido en el mercado.

1.2.2. Otros mercados alternativos internacionales

En otros países del mundo también surgieron iniciativas similares, siendo una de las primeras la creada en el mercado estadounidense NASDAQ en 1971, que más tarde dio paso al actualmente conocido como NASDAQ OMX, dirigido a empresas con alto potencial de crecimiento, innovadoras, relacionadas en su mayoría a sectores de la ciencia y la tecnología.

En lo referente al mercado europeo, en la actualidad es fácil encontrar numerosos índices bursátiles dirigidos a empresas pequeñas, así como mercados alternativos bursátiles similares al MAB. La tabla 3 resume los mercados alternativos similares que existen en Europa, así como los más relevantes en el resto del mundo.

Tabla 3. Mercados bursátiles para pequeñas y medianas empresas

Mercado	País	Fecha creación	Nº empresas	Capitalización (m \$)
Mercados Alternativos Bursátiles en Europa				
AIM	Inglaterra	1995	1087	119.169.94
NYSE Alternext	Francia, Bélgica. Holanda, Portugal	2005	189	11 471.22
Entry Standard	Alemania	2005	184	2 576.82
AIM Italia	Italia	2012	30	887.56
Enterprise Securities Market	Irlanda	2005	25	87 234.01
Second National Market	Turquía	Nd	89	8 256.46
First North	Países Nórdicos	2006	137	5 503.51
Euro MTF	Luxemburgo	2005	217	493.70
Oslo Axess	Noruega	2007	32	2 124.15
Alternative Market EN.A	Grecia	2008	11	197.16
Second Regulated Market	Polonia	2007	30	1 751.27
Otros Mercados Alternativos Internacionales				
Chinext	China	2009	355	249 293.51
Kosdaq	Corea del Sur	1996	1009	113 035.99
JASDAQ	Japón	1991	877	94 065.42
Growth Enterprise Market	Hong Kong	1999	192	17 282.12
TSX Venture	Canadá	1999	2450	31 556.99

Fuente: World Federation of Exchanges, Informe anual 2013

Como se puede apreciar en la tabla, el MAB no supone ninguna revolución en lo que a este tipo de mercados se refiere. En Europa la última década ha supuesto la aparición de diversos mercados alternativos, que en algunos casos suponen el reintento por restablecer mercados bursátiles que no han tenido el éxito esperado con anterioridad.

En el resto del mundo destaca la proliferación de este tipo de mercados en las bolsas asiáticas, donde llevan más de una década funcionando, o el caso del TSX Venture canadiense que busca afianzarse como un mercado alternativo de referencia internacionalmente con multitud de empresas extranjeras.

En el caso del MAB, el *Alternative Investment Market* (AIM) en el Reino Unido y el *Alternext* en Francia, han sido los 2 mercados que han servido como modelo desde su creación hasta su puesta en marcha. En caso del británico se trata del mercado alternativo bursátil por excelencia ya que es el que más éxito cosecha, y es que desde su creación más de 3000 empresas⁴ han participado en él, el total de volumen de

⁴ A 31/12/14, 1116 compañías británicas cotizan en el AIM.

capital negociado supera los 60 billones de libras, y en sus casi 20 años de vida ha captado 89.973,3 millones de libras (alrededor de 120.000 millones de euros).

Este mercado de Valores nació en el año 1995 en el *London Stock Exchange*⁵ con el objetivo de convertirse en el mercado adecuado para las empresas pequeñas (pertenecientes a cualquier sector y parte del mundo) en fase de expansión, siendo gran parte de estas empresas relacionadas con la innovación⁶.

1.2.3. Ausencia de las PYMES en los mercados de valores

Tradicionalmente, las PYMES⁷ españolas han basado su modelo de financiación en la abundante oferta crediticia que les proporcionaban las entidades bancarias.

La actual crisis financiera y su consiguiente contracción del crédito bancario ha hecho a este tipo de empresas las más vulnerables al verse reducido su principal canal de financiación. Un modelo de financiación poco sostenible, caracterizado por la falta de diversificación en otras fuentes de captación de recursos.

Este hecho nos revela una de las razones por las que las PYMES españolas hayan mostrado tan poco interés en los mercados financieros. Como señalan Giralt y González (2012) *“durante los últimos 25 años se ha establecido la convicción en la mayoría de los medianos y pequeños empresarios, de que no solo la bolsa no era para ellos, sino que no la necesitaban”*.

El modelo económico español de la última década, basado fuertemente en la financiación bancaria, ha provocado que el endeudamiento de las empresas se haya multiplicado por 10. Además, existe una relevante diferencia entre la composición del endeudamiento de las grandes empresas y las PYMES. Las primeras, han combinado un equilibrio más amplio entre los tipos de deuda, mediante deuda no bancaria a largo plazo, entre las que se incluye por ejemplo la financiación a través del mercado de valores mediante emisiones de renta fija.

En el caso de las PYMES, si analizamos los balances de éstas, podemos observar el fuerte papel que juega el canal bancario en su financiación, siendo la financiación a través de los mercados de valores muy reducidos.

⁵ La **Bolsa de Londres** (London Stock Exchange-LSE) es la bolsa de valores localizada en Londres, Inglaterra. Fue fundada en 1801, y actualmente es una de las bolsas de acciones más grandes del mundo. Muchos de sus valores son internacionales pero cuenta también con numerosos valores de compañías británicas.

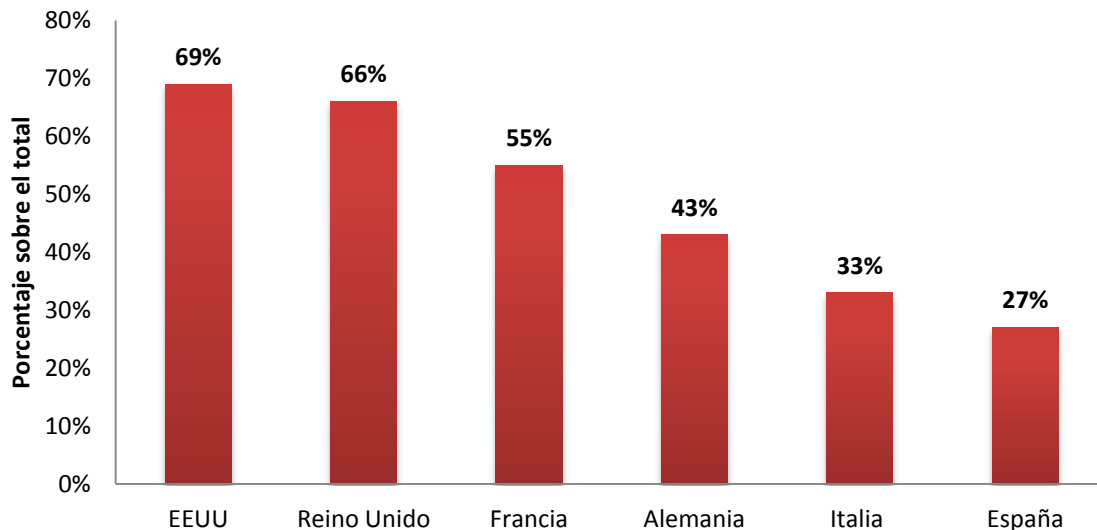
⁶ En la segunda parte de este trabajo analizaremos más en profundidad este mercado, lo que nos permitirá obtener una radiografía del posible futuro y las expectativas de crecimiento del mercado españolas empresas.

⁷ Se consideran PYME aquellas empresas que cumplen con los requisitos que se establecen en la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión, de 6 de mayo de 2003 sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas:

- Menos de 250 personas.
- Volumen de negocio anual máximo de 50 millones de euros y/o activo total máximo de 43 millones de euros.

Tal y como muestra el gráfico 2, en comparación a otras economías de referencia, solo una cuarta parte de la financiación total de las sociedades no financieras españolas proviene de fondos captados vía mercados. Porcentaje alejado del 44% de Alemania o el 55% de Francia una diferencia aún más pronunciada en comparación a las empresas anglosajonas.

Gráfico 2. Peso relativo de la financiación de mercado frente al crédito bancario (media años 2000-2010)



Fuente: CNMV

Otro de los factores clave en la ausencia de las PYMES de los mercados se encuentra en el temor de los empresarios y socios a una posible pérdida de control de la empresa. Una creencia que se ha establecido en ocasiones en empresas familiares ante el temor de verse en riesgo su patrimonio empresarial.

Una vez que la empresa es admitida a cotizar en el mercado, el 100% del capital es registrado lo que posibilita que todas las acciones puedan ser negociables.

Pese a ello, esto no quiere decir que un accionista esté obligado a vender sus acciones. Se trata de una creencia errónea, ya que empresa familiar y mercado de valores no son términos excluyentes, ya que son diversos los ejemplos de compañías familiares que han visto cómo la Bolsa les ha proporcionado una nueva vía de obtención de fondos y de continuidad del proyecto empresarial.

Otro de los obstáculos que ha sido mencionado históricamente por los empresarios de las PYMES a la hora de plantearse un acercamiento a los mercados, es la complejidad regulatoria que acarrea el mercado, así como la excesiva transparencia a la que se ven expuestas sus empresas.

Cuando se menciona esta barrera, nos referimos a aspectos relacionados como la obligación de ser auditada, elaborar informes periódicos para informar al mercado y accionistas, así como de disponer de un sistema de información adecuado. Estos

requisitos suponen un incremento en los costes a corto plazo, esfuerzos económicos que en ocasiones las empresas no pueden o no están dispuestas a asumir.

Además, es necesario recalcar que la legislación bursátil ha sido históricamente diseñada pensando en las grandes empresas, con mayores recursos que dedicar a la producción de información y con una composición de accionariado más variado.

Finalmente, el miedo a la pérdida de confidencialidad, debido a la información que se transmite, ha sido otro de los errores que se sigue produciendo hoy en día. En general, la información que se transmite al mercado está marcada por un carácter financiero, de interés para atraer más inversores, más que un enfoque comercial que pudiera ser susceptible de contener información de interés para la competencia.

1.3. IMPORTANCIA DEL MERCADO BURSÁTIL PARA LAS EMPRESAS Y LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Según los últimos datos del 2014, el 99.88% del tejido empresarial está compuesto por PYMES, las cuales aportan más del 80% del empleo y son las responsables de dos tercios del PIB. Viendo éstos datos es fácil comprender la importancia que adquieren dentro de la economía española.

Partiendo del contexto que hemos comentado anteriormente, la excesiva dependencia del crédito bancario y su actual reducción efectiva, han obligado a que se busquen fórmulas de financiación alternativas a las tradicionales. La creación del MAB supone un impulso en esa búsqueda de nuevas fórmulas que redunden en la dinamización empresarial, y se conviertan en una herramienta básica a la hora de incrementar los niveles de productividad.

A largo plazo parece existir una relación positiva entre el grado de desarrollo de los mercados de valores y el crecimiento económico, de manera que el mayor desarrollo que alcancen tales mercados repercutirá positivamente en el tejido empresarial y en sus posibilidades de expansión.

1.3.1. Ventajas de los Mercados Alternativos para las empresas

Las ventajas que proporcionan los mercados alternativos a las empresas son muy similares a las que ofrece cotizar en la Bolsa:

a) Ventajas Financieras

Las empresas que coticen en el mercado alternativo pueden ampliar su abanico de fuentes de financiación. Una vez superado los requisitos de acceso al mercado, la empresa podrá colocar nuevas emisiones mediante ampliaciones de capital.

El incremento de los recursos propios en el balance permite que la empresa pueda aumentar su capacidad de endeudamiento, manteniéndose la empresa dentro

de los límites de su nivel de apalancamiento (o relación recursos propios/recursos ajenos).

Además, la presencia en el mercado puede permitir que el coste de crédito se reduzca. Cuando las compañías cotizadas negocian con las entidades de crédito, el coste de la financiación ajena se reduce como consecuencia de esa salida al mercado (Rajan, 1992).

Finalmente, debemos destacar a su vez las ventajas estratégicas que van implícitas dentro de la cotización en el mercado, ya que las empresas cotizantes pueden utilizar sus propias acciones como medio de pago en los procesos de fusión y absorción con otras empresas.

b) Valoración de la compañía

Este marco de valoración supone una diferencia fundamental entre una compañía cotizada y otra no cotizada. Cotizar en el MAB permite obtener una valoración objetiva de la compañía. El precio de las acciones de la compañía en el mercado sirve de referencia para los inversores, accionistas y gestores para una mejor toma de decisiones o para aportar credenciales solventes ante otras fuentes de financiación.

c) Aporta notoriedad, solvencia e imagen de marca

Estar en el mercado permite incrementar la solvencia, transparencia y prestigio de la empresa. En consecuencia se reforzará la posición comercial de la empresa y se fortalecerán las relaciones con los agentes con los que interactúa la empresa: bancos, proveedores, clientes, empleados, etc.

El hecho de cotizar en el mercado de valores aumenta la publicidad de la marca, lo que permite a la empresa reforzar la diferenciación. Por ejemplo, las informaciones periódicas en medios, sobre todo en prensa financiera, puede ser de interés para los analistas, profesionales e inversores.

d) Mayor liquidez para los accionistas

Una de las ventajas que proporciona el mercado a los accionistas, es la posibilidad de desinversión haciendo líquidos fácilmente los títulos de los que son poseedores. Además, ésta puede ser una fórmula interesante a la hora de dar continuidad a negocios familiares, sin que ello suponga la pérdida de control de la empresa. Al contrario, el MAB facilita la supervivencia de la empresa.

En ocasiones, se ha criticado la iliquidez de los mercados secundarios o los dirigidos a las PYMES. Esta afirmación hace referencia al volumen diario que puedan alcanzar los valores o empresas que cotizan en él, lo cual no debe confundirse con la capacidad de encontrar contrapartidas para grandes paquetes (hacer líquidas las acciones).

e) Transparencia, información y buen gobierno

Como se ha mencionado anteriormente, una de las características de las PYMES españolas es la reticencia a la hora de transmitir la información relevante de la empresa. En este caso, los requerimientos y la periodicidad de información hacen que las empresas que coticen sean más transparentes y, por tanto, sean más susceptibles de captar los recursos, especialmente institucionales. A pesar de que en ocasiones los costes y el riesgo a corto plazo sean mayores, a medio y largo plazo se convierte en una medida esencial que puede favorecer tanto la obtención de recursos propios como favorecer las posibilidades de obtención de financiación ajena.

f) Aprendizaje ante un posible salto al primer mercado

El mercado alternativo puede convertirse en una etapa de aprendizaje, donde las empresas pueden consolidar su crecimiento y expansión, hasta que hayan adquirido estructuras y dimensiones adecuadas para la cotización en el primer mercado, donde las posibilidades de financiación se multiplican.

1.3.2. Ventajas de los Mercados Bursátiles para otros Agentes de la economía

A parte de los beneficios claros que produce en los emisores, también podemos destacar diversas ventajas en otros intervinientes en el mercado como inversores, entidades de capital riesgo y, en consecuencia, en la economía en general. A continuación, detallamos las ventajas de cada grupo:

1.3.2.1. Ventajas para los inversores

➤ Diversificación de carteras:

Permite a los inversores poder gestionar el riesgo de sus carteras de inversión en un segmento de empresas distinto a la oferta existente en el primer mercado.

➤ Oportunidad de obtener rentabilidades más atractivas:

Dado que se trata de empresas con planes de negocio proyectados a expandirse y grandes crecimientos, el inversor tendrá oportunidad de acceder a altas rentabilidades derivadas de la proyección que sufran. Sin embargo, no debemos olvidar que las mayores oportunidades de rentabilidad, tienden a estar asociadas con mayor riesgo.

➤ Incentivos fiscales

Algunas Comunidades Autónomas como Madrid, Cataluña, Aragón o Galicia han adoptado medidas fiscales que incentivan la inversión en el MAB, mediante la deducción por inversión en empresas de la región que coticen en el mercado. En la parte final de este trabajo profundizaremos sobre estas medidas y otras que buscan atraer mayores inversores al MAB.

1.3.3.2. *Ventajas para las entidades de capital riesgo*

Los mercados alternativos aumentan las oportunidades de inversión de las entidades de capital riesgo. Estas fórmulas de financiación ayudan a las empresas, sobre todo en fases semilla o de creación, a alcanzar la madurez necesaria para acceder a los mercados de valores. En otras ocasiones también se interesan por empresas que podrían considerar acceder al mercado directamente.

1.3.3.3. *Ventajas para las entidades financieras*

La existencia de un mercado alternativo como el MAB permite que las entidades financieras puedan hacer uso de un nuevo nicho. La oportunidad de establecer un servicio de asesoramiento, aprovechando la relación cliente-entidad, sin que el riesgo de crédito de estas entidades se vea repercutido.

1.4. ORGANIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO DEL MAB

1.4.1. Normativa

La normativa que rige en el segmento de empresas en expansión en el MAB hace referencia a las siguientes⁸:

❖ Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores.

Se trata de la norma genérica de referencia, la cual expone las disposiciones relativas a los sistemas multilaterales de negociación⁹.

❖ El Reglamento del mercado.

Hace referencia al mercado MAB, en su totalidad. Aglutina lo referente a los tres segmentos de actividad.

❖ Las Circulares.

Constituyen los referentes normativos específicos del segmento de empresas en expansión.

❖ Instrucciones operativas

Se trata de instrucciones periódicas que el supervisor, BME, publica periódicamente en su página web, complementando a la normativa.

⁸ Toda la normativa relacionada con el MAB puede consultarse en la página web <http://www.bolsasymercados.es/MAB/esp/MAB/Normativa.aspx?tipo=Reglamento>

⁹ Según el artículo 118 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores: *Tendrá la consideración de sistema multilateral de negociación todo sistema 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.*

1.4.1.1. *Requisitos de acceso*

Los requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación al mercado alternativo bursátil vienen recogidos en la Circular 5/2010, modificada y actualizada en la Circular 2/2014.

Respecto a los requisitos aplicables a las empresas que desean cotizar en el mercado se señalan las siguientes:

Podrán incorporarse al mercado aquellas acciones emitidas por sociedades anónimas, españolas o extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado, y que no haya restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de las acciones. Además, las acciones deberán estar representadas por anotaciones en cuenta.

Entre los requerimientos contables, las cuentas de la empresa deben estar auditadas bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)¹⁰, o el estándar contable nacional (caso países de la UE), NIIF o US GAAP¹¹ (si se trata de país no miembro).

Respecto a la actividad de la sociedad, ésta deberá estar ya comercializando productos o servicios o haber desarrollado actuaciones relevantes preparatorias y, adicionalmente estar obteniendo ingresos significativos o aportaciones financieras fundamentadas en estas actuaciones preparatorias.

No hay exigencias explícitas respecto a la antigüedad de la empresa, sin embargo, las entidades que en el momento de solicitud de incorporación al mercado no cumplan con dos ejercicios completos, deberán presentar unas previsiones o estimaciones relativas al ejercicio en curso y el siguiente. El Consejo de Administración deberá aprobar esas previsiones, notificando al mercado, en su caso, los votos en contra. Esta información deberá remitirse hasta que la antigüedad de la compañía alcance tres ejercicios.

Por último, la entidad emisora deberá designar un Asesor Registrado (figura que comentaremos más adelante), que acompañará a la empresa en todo el proceso de permanencia en el mercado. A su vez, la entidad o sus accionistas de referencia deberán suscribir un contrato de liquidez, mediante un Proveedor de Liquidez (intermediario en el mercado que también será analizado posteriormente).

La normativa también hace mención de ciertos requerimientos hacia los accionistas de referencia y principales directivos de la compañía. El objetivo

¹⁰ Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) son estándares técnicos contables adoptadas por el IASB, institución privada con sede en Londres. Constituyen los Estándares Internacionales o normas internacionales en el desarrollo de la actividad contable y suponen un manual contable, ya que en ellas la contabilidad aparece de la forma tal cual es aceptada en todo el mundo.

¹¹ Los US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) son los principios de contabilidad generalmente aceptados y usados por las compañías con sede en Estados Unidos o cotizadas en Wall Street.

fundamental de estas medidas es proteger a los nuevos accionistas que puedan entrar en la compañía.

Los accionistas de referencia adquirirán el compromiso de no vender sus acciones, ni realizar acciones equivalentes a su venta dentro del año siguiente a la incorporación de la sociedad al mercado (en el supuesto de que la actividad de la sociedad tenga una antigüedad inferior a 2 años).

En la circular se recalca, que podrán ser incorporadas acciones que hayan sido previamente objeto de una oferta de venta o suscripción, pública o no, así como acciones que no lo hayan sido, con un mínimo de 2 millones de euros, y que deberán ser de titularidad de accionistas con un porcentaje inferior al 5% del capital social. Si se solicita la incorporación al mercado sin oferta previa, las acciones de las que sean titulares accionistas con porcentajes inferiores al 5% del capital social deberán representar en conjunto un valor estimado no inferior a dos millones de euros.

Finalmente la sociedad deberá incluir una serie de requisitos entre ella y los accionistas, en sus Estatutos Sociales:

- Comunicación de participaciones significativas¹².
- Comunicación de los pactos parasociales.

Comunicar a la sociedad la suscripción, prorroga o extinción de pactos que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o que afecten al derecho de voto.

- Solicitud de exclusión de negociación en el MAB.

Deberá ir acompañada de una oferta de compra a los minoritarios a un precio equivalente al contemplado en la ley de OPAs.

- Cambio de control en la sociedad.

Obligación del accionista que reciba una oferta de compra, que suponga que el adquirente vaya a ostentar una participación de control (más del 50% del capital) de no poder transmitir la participación a menos que el potencial adquirente ofrezca a la totalidad de los accionistas la compra de sus acciones en las mismas condiciones.

1.4.1.2. Información pública a suministrar

La incorporación a la cotización en el mercado alternativo bursátil, al igual que en otros mercados de valores, exige asumir unos niveles de transparencia adecuados con todos los integrantes del mercado. Los inversores deben tener en su conocimiento todo lo que acontece en el mercado a la hora de tomar sus decisiones de compra y venta de acciones. A su vez, los reguladores y supervisores del mercado deben garantizar el correcto funcionamiento del mercado.

Para ello el MAB estipula los siguientes requerimientos de información:

- a. Información a suministrar semestralmente:
 - Cuentas semestrales de la entidad o grupo consolidado, no auditadas.

¹² Acciones que alcancen, superen o desciendan del 10% de capital social y sucesivos múltiplos.

- Hechos significativos de cada semestre.
 - Previsiones de negocio y su grado de cumplimiento.
 - Relación de accionistas con posición superior al 10%.
 - Deberá remitirse en los tres meses siguientes al final del primer semestre.
- b. Información a suministrar anualmente:
- Cuentas anuales auditadas e Informe de gestión.
 - Actualización previsiones de negocio y su grado de cumplimiento.
 - Si el informe de auditoría presenta limitaciones al alcance o falta de opinión del auditor, deberá informar al mercado como un hecho relevante.
 - Deberá presentarse en los cuatro meses siguientes al cierre contable.

c. Hechos relevantes:

Entendemos por información relevante toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir los valores y, por tanto, pueda influir sensiblemente en su cotización. La entidad emisora remitirá al mercado la misma información que deba facilitar a la CNMV y toda aquella información relevante según su naturaleza jurídica, así como las adquisiciones y pérdidas de una participación significativa. Asimismo se comunicarán todas las situaciones previstas como relevantes en el Reglamento del Mercado.

d. Otras informaciones:

- Participaciones significativas.
- Operaciones realizadas por directivos y administradores.
- Pactos parasociales.

En caso de incumplimiento de forma grave y reiterada de las anteriores obligaciones, el mercado, sin perjuicio de las decisiones que pueda adoptar la CNMV, podrá suspender la contratación de los valores. El mercado podrá suspender la cotización en los siguientes supuestos:

1. Falta de información.
2. Limitaciones de alcance o falta de opinión en el informe de auditoría.
3. Falta de remisión de información adicional solicitada por el mercado.
4. Remisión de información fuera de plazo.

1.4.2. Funcionamiento del mercado

El funcionamiento de la contratación de las acciones es muy similar al del primer mercado de valores ya que su negociación y cotización se hace también a través de la plataforma del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE¹³). Además, la

¹³ El Sistema de Interconexión Bursátil Español, SIBE, es la plataforma electrónica implementada el 2 de noviembre de 1995, en sustitución del sistema CATS (*Computer Assisted Trading System*), para la negociación de valores de renta variable de las cuatro bolsas españolas. Además de las cuatro bolsas de valores, este sistema también se emplea en otros mercados integrados dentro del holding Bolsas y Mercados Españoles como Latibex, AIAF y MAB. Está gestionado por la Sociedad de Bolsas, una filial de BME.

compensación y liquidación de las operaciones es gestionada por Iberclear¹⁴, empresa que se encarga de los registros contables de las operaciones en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.

1.4.2.1. Contratación

El sistema de contratación de valores cotizados en el MAB de empresas en expansión está regulado por la Circular 7/2010 del 4 de Enero. Es un sistema de fijación de precios mediante la confluencia de la oferta y la demanda en un periodo de subasta. La modalidad de negociación es conocida como “*fixing*”¹⁵, a diferencia del mercado abierto “open” de la Bolsa de Valores. Esta forma de contratación implica que la negociación de las acciones es llevada a cabo en 2 periodos de la subasta:

Subasta de apertura: Desde el comienzo de la sesión (8:30h.) hasta las 12h (con un cierre aleatorio de 30 segundos).

Subasta de cierre: Desde el final de la asignación de la primera subasta hasta las 16h (con un cierre aleatorio de 30 segundos).

La concentración de la negociación en dos subastas durante el día limita la capacidad de negociación. Muchos inversores critican que este sistema reduce el atractivo, ya que impide las operaciones “intradía” y dificulta la reacción ante noticias puntuales relacionadas con el mercado.

Sin embargo, los reguladores y analistas del mercado argumentan, que es el que mejor se adapta a las características de las empresas de MAB. Los valores del MAB destacan por un ritmo lento de negociación, con unos precios muy dispersos y cuyos volúmenes puedan resultar muy planos a la hora de cruzar las operaciones. Por ello, el *fixing* destaca como la mejor modalidad de subasta, al controlar el riesgo de volatilidad. De esta manera se favorece la formación de un precio que refleje el mayor impacto posible entre la oferta y la demanda (Mariño y otros, 2012).

Pese a todo, la Comisión de Supervisión del MAB (órgano que controla la contratación en el mercado) permite que en ocasiones específicas si un valor presenta mayores posibilidades de liquidez pueda pasar de *fixing* a *open* o mercado abierto.

1.4.2.2. Fijación del precio

Las empresas que cotizan en la modalidad de “*fixing*” fijan precios dos veces al día. Una vez a las 12:00 y otra a las 16:00, siempre y cuando haya oferta y demanda que se pueda cruzar, es decir, siempre y cuando haya compras y ventas de acciones que se puedan cruzar a un determinado precio.

¹⁴ Iberclear es el Depositario Central de Valores español, encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las bolsas de valores españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia), Latibex y AIAF.

¹⁵ El *fixing* es un sistema de cotización por el cual se producen dos subastas diarias en las cuales se cruzan las órdenes de compra y venta.

La sesión comienza con la subasta de apertura. Durante este periodo los participantes pueden introducir, modificar o cancelar ordenes, pero éstas no se ejecutarán hasta el momento de la subasta. Al comienzo de cada sesión se toma como precio de referencia el precio de cierre de la última sesión.

Es importante conocer los rangos estáticos en los que se podrán mover las cotizaciones. Se define el rango estático en la subasta de apertura como la variación máxima permitida respecto al precio de referencia. Más allá de ese rango permitido de oscilación se suspende la negociación. En otras palabras, el rango estático es la diferencia máxima (positiva o negativa) entre una subasta y otra. En el caso del MAB, el rango estático establecido es del 10%. Concretamente el rango estático entre subastas suele ser del 5%¹⁶. Es decir, que una empresa sólo podrá subir en el día un 10% o caer un 10% al existir sólo dos subastas en el día.

Por ejemplo:

Una acción cerró el 1 de julio a 1€. En la subasta de apertura del 2 de julio sólo podrá subir y marcar precio dicha cotización a 1,05€ como mucho o a 0,95€ como mínimo. Es decir, podrá subir un 5% o caer un 5%, no más (siempre y cuando tenga el rango estático en el 5%). Pongamos que sube un 5% y cierra a las 12:00 a 1,05€. En la subasta de cierre sólo podrá volver a subir un 5% o caer un 5% pero ahora teniendo como referencia el 1,05€ al que ha cerrado en la subasta de apertura. Por lo tanto, ahora ya sólo podrá subir hasta 1,10€. No podría marcar 1,11€ ya que esto supondría una subida del 5,7%. En este caso, la acción ese día no podrá subir más que un 10% hasta los 1,10€. Así que si pones una orden de mercado, si consigues comprar, sólo podrás pagar un 5% de subida en la primera subasta y otro 5% añadido (un 10% en total sobre el precio de cierre de la sesión anterior) si compras en la subasta de cierre.

Durante el proceso que dura la subasta de apertura se van introduciendo órdenes, hasta que a las 12:00 se intentará fijar un precio y se negociarán el número de acciones que se pueda (dependiendo del volumen de acciones que se oferte y se demanda al precio de equilibrio). Es decir, siempre y cuando haya compras y ventas de acciones que se puedan cruzar a un determinado precio. Al cierre de la subasta de apertura se fija el primer precio de la sesión para cada valor. Este precio se corresponderá con aquel que permita negociar un mayor número de títulos de las órdenes introducidas. Al precio resultante se le denomina precio de subasta o precio de equilibrio.

Después, de 12:00 a 16:00 (subasta de cierre) los valores quedaran de nuevo en periodo de subasta hasta la segunda fijación de precios, en la que se procederá a una nueva asignación de unidades de contratación, es decir, se volverán a introducir las órdenes que los inversores quieran. El proceso desarrollado en la primera subasta se repite en la segunda. A las 16:00 se intentará de nuevo marcar un precio de cierre

¹⁶ En ocasiones, el MAB abre estos rangos según existan situaciones especiales. Por ejemplo, el día del debut de las compañías en el MAB es normal que en la primera subasta (subasta de apertura) tenga la empresa un rango estático del 50% (de subida o bajada) y en la segunda subasta (subasta de cierre) un rango estático del 10%.

mediante la confrontación total de posiciones. Una vez ocurrido esto se cerrará la sesión. El precio marcado en esta ocasión será el precio de cierre de la sesión.

1.4.3. Figuras del MAB

El MAB ha introducido 2 figuras nuevas, no muy conocidas en el Mercado de Valores. Se trata de dos novedades, en torno a las cuales giran gran parte de las expectativas de éxito y buen funcionamiento del mercado: el Asesor Registrado y el Proveedor de Liquidez. Estas 2 figuras vienen a subsanar 2 de las principales deficiencias que han mostrado tradicionalmente los mercados alternativos bursátiles, como son la transparencia y la falta de liquidez.

Tal y como hemos recalcado en este trabajo anteriormente, la transparencia se hace de vital importancia en aras de lograr que los inversores estén puntualmente informados, y que esa información sea comprensible y adecuada.

En cuanto a la liquidez, la mayoría de empresas cotizantes en el MAB no pueden tener la misma liquidez que, por ejemplo, tienen las grandes empresas de la Bolsa. Para favorecer el buen funcionamiento de las negociaciones, la liquidez de las transacciones y que la frecuencia de contratación vaya en aumento, el Proveedor de Liquidez participará como un intermediario en el proceso de negociación.

1.4.3.1. El asesor registrado

Esta figura tiene su origen en la conocida en el mercado alternativo británico AIM como, “*Nomads*” (*Nominated Advisers*). El Asesor Registrado es un asesor especializado que debe valorar la idoneidad de las empresas que estén interesadas en cotizar en el MAB. Se presenta como un cauce especializado, que hará de interlocutor entre el mercado y la empresa, facilitando la inserción y desenvolvimiento de la empresa en la nueva situación que supone la introducción en un mercado bursátil. Además, una vez admitidas, será el encargado de asesorar en la elaboración y presentación de la información financiera.

El asesor registrado sirve en cierta medida como aval de prestigio y reputación de empresas que en su mayoría serán poco conocidas, en comparación a otras empresas cotizantes en el primer mercado. Los asesores deberán transmitir esa seguridad a los inversores, haciendo que la confianza en el mercado se incremente.

Entre sus responsabilidades y funciones podemos destacar las siguientes (Cano y Veloso, 2010):

- Comprobar que la empresa cumple todos los requisitos para la incorporación al MAB.
- Revisar la información que la empresa va publicando periódicamente, verificando que se cumplan los plazos y las exigencias de contenido previstas.

- Asesoramiento acerca de todas las obligaciones que la empresa asume al incorporarse, así como la mejor forma de tratar esas condiciones y evitar incumplimientos de los mismos.
- Gestionar, atender, y contestar las solicitudes de informaciones que el mercado dirija a la compañía como: evolución de la actividad, situación de la compañía, nivel de cumplimiento de las obligaciones así como otros datos que el mercado estime oportuno relevantes.
- Trasladar al mercado cualquier hecho que pueda suponer un incumplimiento de las obligaciones, y que no haya podido ser subsanado debidamente.
- Comprobar que, en el caso de que adopte un acuerdo de exclusión de negociación del MAB que no esté respaldado por la totalidad de los accionistas, el precio que el emisor ofrezca para la adquisición de sus acciones a los accionistas que no hayan votado a favor de tal exclusión se haya justificado por el emisor de acuerdo con los criterios previstos en la regulación aplicable a las ofertas públicas de adquisición de valores, para los supuestos de exclusión de negociación.

En definitiva, el asesor registrado es un intermediario que se encarga de valorar la idoneidad antes de su incorporación al mercado y las asiste después en el cumplimiento de las obligaciones y elaboración y presentación de la información financiera y empresarial que sea requerida en cada momento.

1.4.3.2. El proveedor de liquidez

En el caso del proveedor de liquidez, se trata de una figura ya existente y conocida en los mercados de valores, pero que no es obligatoriamente requerida, como si lo es en el MAB.

En este caso, las empresas del MAB deberán asignar un intermediario que ayude a buscar contrapartidas a las acciones que se negocian en el mercado, de manera que se facilite la liquidez de las transacciones que se efectúen y que la formación del precio de las acciones sea la más eficiente posible.

El proveedor de liquidez será una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito con la que la sociedad cotizante o alguno de los accionistas de referencia de la sociedad deberán firmar un contrato de liquidez. En ese contrato se deberá establecer la prohibición de que el Proveedor de Liquidez solicite o reciba información que pueda influir sobre el precio o volumen de transacciones de negociación. Generalmente se establecerá un contrato entre la compañía y un accionista de referencia con el Proveedor de Liquidez, al que cederán un paquete de acciones con el objetivo de que las ponga a disposición del mercado ante una posible solicitud de acciones por parte de los inversores cuando no exista oferta de las mismas. Por otro lado, efectuará a su vez ofertas de compra cuando existan inversores con intención de vender y no exista demanda.

1.4.3.3. Otros actores del Mercado

A parte de las dos figuras mencionadas anteriormente, en el MAB existen otros profesionales y entidades, que sin ser específicamente característicos de mercados de este tipo, desempeñan una importancia relevante a la hora de colocar los valores y mejorar la seguridad jurídica de los participantes en el mercado. Entre ellos podemos señalar las siguientes:

- **Agencias de comunicación:** este tipo de entidades juegan un papel importante a la hora de mejorar la percepción y reputación de empresas, generalmente desconocidas para el público de inversor. Es decir, entre sus objetivos esta maximizar la valoración de mercado que obtendrá la empresa, mejorando la calidad financiera y jurídica de la empresa cotizante.

- **Banco Colocador:** Como su propio nombre indica, entre sus cometidos está el de colocar los valores entre el público inversor, ya que generalmente este tipo de entidades tienen una cartera de clientes susceptible de ser público objetivo de este tipo de operaciones. Se trata de una figura vital, ya que será el puente entre la empresa y los inversores, tratando de convencerles, junto con la dirección de la sociedad, de las bondades del proyecto empresarial.

Generalmente, la entidad financiera adquiere por cuenta propia los valores a emitir, revendiéndolos más tarde a inversores a un precio determinado por la primera. Normalmente la figura del banco colocador y del proveedor de liquidez convergerá en la misma entidad.

- **Audidores:** La auditoría de cuentas tiene como objetivo proporcionar un juicio y opinión independiente de la situación y calidad de la información financiera que transmite la empresa. Al igual que las anteriores figuras, mediante ésta se busca que se aumente el valor de emisión mitigando las dudas que la información meramente proporcionada por la empresa puedan producir.

- **Asesores legales:** A parte del anteriormente comentado Asesor Registrado, en ocasiones es necesaria la asesoría jurídica externa, que ayuda a que todos los requisitos legales y jurídicos se ajusten a la normativa del MAB.

1.4.4. Salida al MAB

En este punto resumiremos el proceso de salida que deben llevar a cabo las empresas que deciden cotizar en el MAB. Podemos dividir el proceso de salida en cuatro fases:

➤ ***Fase de decisión o planificación:***

La empresa debe analizar lo que supone el proceso de cotización en el mercado. Con la ayuda de sus asesores, deberá determinar cómo aprovechar las oportunidades del mercado de valores pero también planificar el cumplimiento de requisitos y posibles cambios de mentalidad y organización que se exigen en la incorporación y que los inversores valoran en la cotización. En esta primera fase se

adoptarán los acuerdos sociales para incorporarse al mercado y se efectuará una *due diligence*.¹⁷ Por otro lado, se designará un asesor registrado y proveedor de liquidez a la empresa, para que le faciliten toda la ayuda necesaria en el proceso de salida. Por último, se diseñará la operación de salida al mercado, que dependerá de la situación y objetivos de cada empresa. Obviamente, es diferente si se planifica una salida al mercado vía *listing*, es decir sin una venta de acciones previa, o se pretende realizar una ampliación de capital o una OPV (oferta pública de venta de acciones).

➤ *Fase de solitud:*

Junto a la solicitud de incorporación se debe presentar la documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos de incorporación. Asimismo, se presentará el Documento Informativo de Incorporación al MAB o, en su caso, Folleto Informativo registrado en la CNMV. Este documento de carácter obligatorio, proporcionará al mercado y sus posibles inversores los aspectos básicos del negocio, los riesgos y las ventajas del mismo. Se detallará donde lleva a cabo su actividad la sociedad y toda la información relacionada con las acciones y la operación que se plantea. Así mismo, incluirá información formal sobre accionistas, Asesor Registrado, auditores, etcétera.

➤ *Fase de tramitación:*

Recibida la solicitud y la documentación definitiva, el MAB evaluará los requisitos exigidos y publicará, en su caso, la autorización de la incorporación. A partir de ese momento, y si se tiene prevista una ampliación de capital u oferta de acciones, se puede comenzar el proceso de comercialización entre inversores.

➤ *Incorporación al MAB:*

Una vez cerrada la operación de ampliación o venta de acciones, en su caso, y presentada toda la documentación, el MAB anunciará la incorporación mediante la publicación en el Boletín de Cotización, asignará un código de contratación al valor y procederá a la inclusión en el Registro de Anotación en Cuenta. A las 12.00h. del día señalado se realiza el tradicional toque de campana como inicio de la cotización de la empresa en el MAB.

Una vez explicadas las principales características del MAB, así como el funcionamiento y organización de este mercado alternativo bursátil, en el siguiente capítulo procederemos a analizar la evolución que ha tenido desde su creación.

¹⁷ La diligencia debida o *due diligence* es un término, utilizado habitualmente en el ámbito de las adquisiciones empresariales, para referirse al proceso de búsqueda de información sobre una empresa. Incluye aspectos como, su área de actividad, las posibilidades y perspectivas de futuro del negocio, y el estado de su activo y de su pasivo. El alcance de una *due diligence* es sensiblemente superior al de una auditoría tradicional.

2. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN Y DE LA ACTIVIDAD DEL MAB

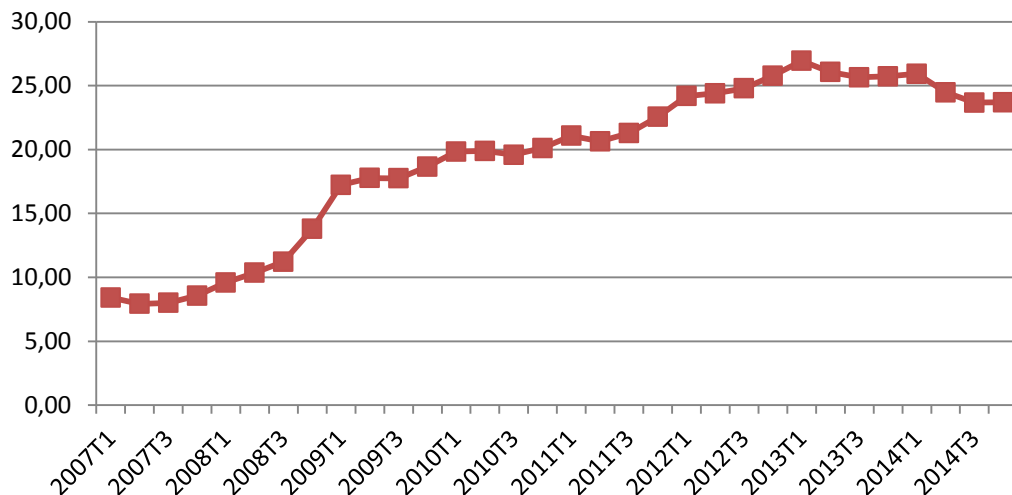
2.1. IMPACTO DE LA CRISIS FINANCIERA

Antes de tratar de explicar y analizar la evolución que ha tenido el MAB desde su nacimiento, es de vital importancia poner en contexto el periodo económico en el que se produce su aparición.

En el año 2007, tras el estallido de la crisis *subprime* y la caída de *Lehman Brothers* en EEUU, la economía mundial se ve sumergida en una crisis muy severa y cuyo fin todavía no se vislumbra desde el punto de vista de la economía española. Y es que en el caso de España, al efecto contagio que estos hechos produjeron en los mercados financieros, hay que sumarle el estallido de la burbuja inmobiliaria tras una década de fuerte expansión gracias al sector inmobiliario y las facilidades crediticias del momento. Además, en 2010 se produce la crisis de la deuda soberana en Europa, con los rescates de Grecia e Irlanda, Portugal en 2011 y a los que hay que sumarle el rescate a la banca española en 2012. En resumen, la crisis se compone de tres factores: crisis financiera mundial, desplome de la demanda interna y crisis de deuda soberana.

Como consecuencia de ello, la economía española ha sufrido importantes desequilibrios y requerimientos de ajuste en sus cifras macroeconómicas lo que ha repercutido negativamente en sus tasas de actividad y empleo, tal y como muestra el gráfico 3.

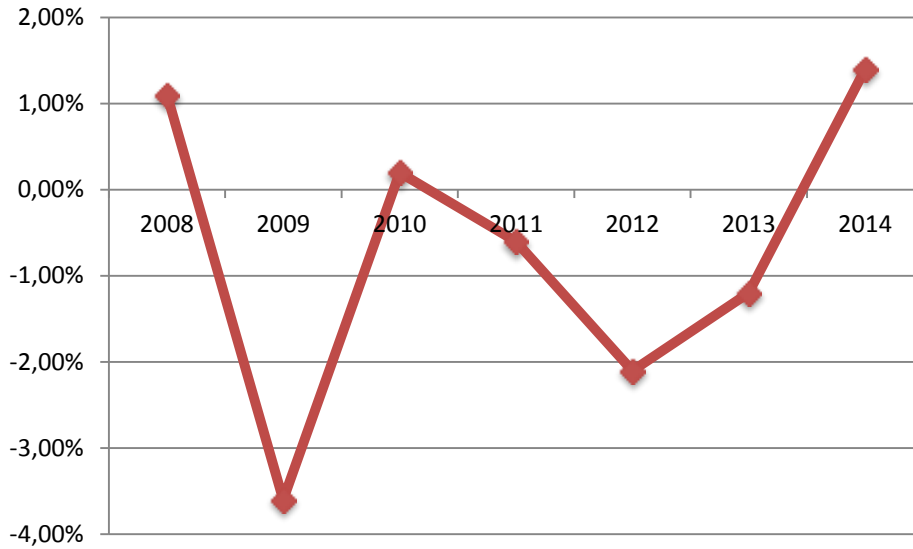
Gráfico 3. Tasa desempleo España 2007-2014 (en términos porcentuales)



Fuente: Datos EPA trimestral, INE (Instituto Nacional de Estadística)

En el gráfico se muestra la evolución de la actividad económica en términos del PIB. En el periodo de 2009 a 2013 ha descendido 7,5 puntos porcentuales. El año 2014, sin embargo supone una leve mejoría en la tendencia del PIB, con un incremento del 1,4% respecto al año 2013.

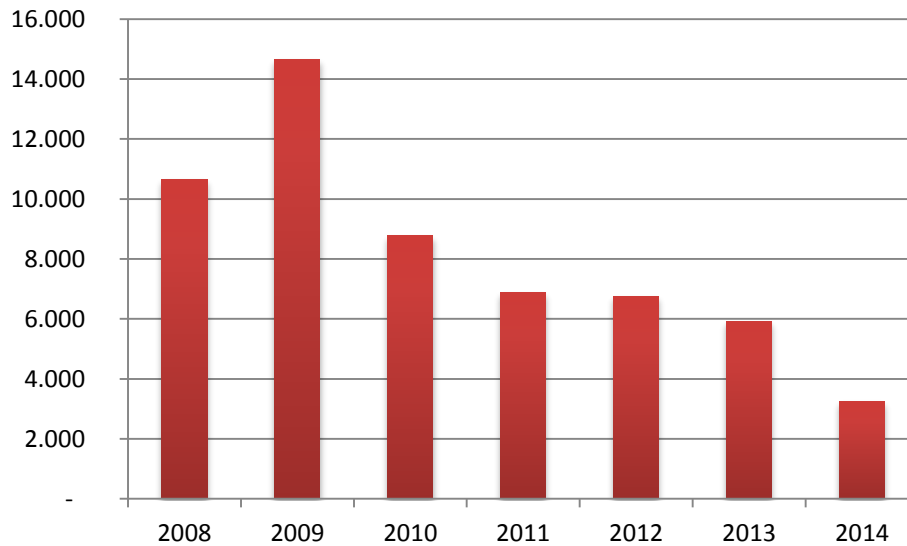
Gráfico 4. Evolución del PIB de España a lo largo de la crisis (variación interanual en términos porcentuales)



Fuente: INE (Instituto Nacional de Estadística)

Otro indicador como el de la inversión pública, muestran la evolución negativa de los últimos años (grafico 5), afectando a la actividad de muchas PYMES dependientes de contratos provenientes de la administración pública.

Gráfico 5. Evolución de la inversión pública en España 2008-2014 (millones de euros)



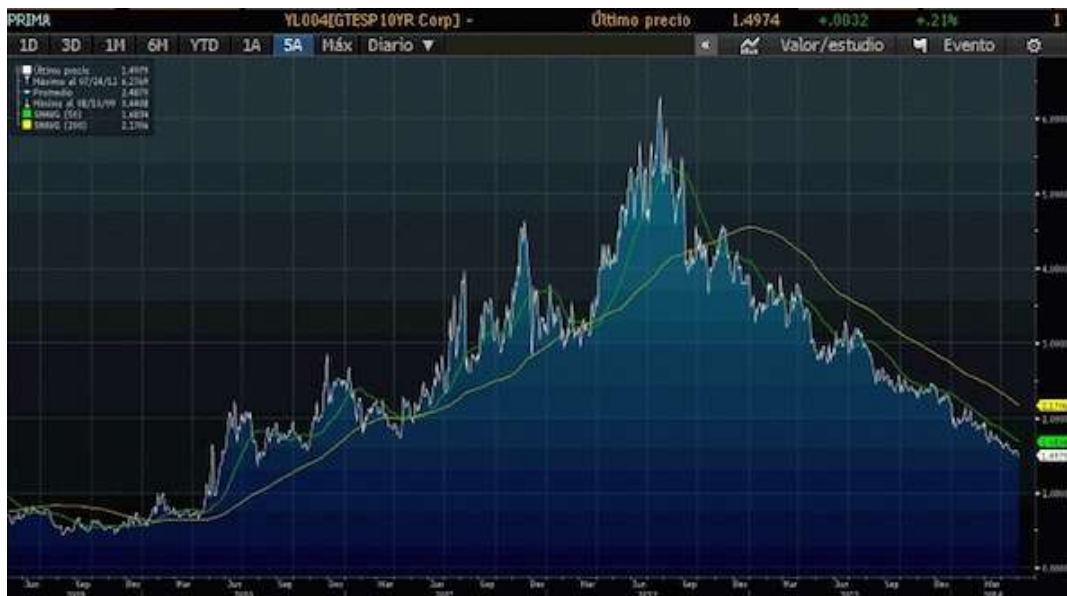
Fuente: Banco de España

La prima de riesgo¹⁸, es otra de las variables que más quebraderos de cabeza ha ocasionado a la confianza de la economía española en los mercados internacionales.

En los veranos de 2011 y 2012 se alcanzaron los máximos que se han registrado de la prima de riesgo (grafico 6), lo que produjo una severa pérdida de confianza en las perspectivas de la economía española, incrementando la incertidumbre y la volatilidad en los mercados españoles. El incremento de la prima conllevó un endurecimiento de las condiciones de financiación del sector privado.

La relación de la prima de riesgo con las inversiones en renta variable no es directa. Ahora bien, el hecho de que el diferencial de un país se vaya estrechando es una buena noticia para su economía, que, en teoría, debería reflejarse en la evolución positiva de sus índices bursátiles, al ser una economía más competitiva, y justamente lo contrario en el supuesto opuesto. En situaciones de prima de riesgo elevada, como las que hemos vivido en los últimos años se produce una desviación de inversión en activos de renta variable hacia activos financieros públicos o de renta fija. Y es que cuanto mayor es el riesgo de un país más deberá remunerar a los inversores que adquieran su deuda.

Gráfico 6. Evolución de la prima de riesgo española 2009-2014



Fuente: Bloomberg

¹⁸ La prima de riesgo, es el sobreprecio que España tiene que pagar cuando acude a los mercados para financiarse, en comparación con Alemania, cuyo bono a 10 años se toma como bono de referencia de la zona euro.

2.2. ANÁLISIS DE LA EVOLUCION 2009-2014

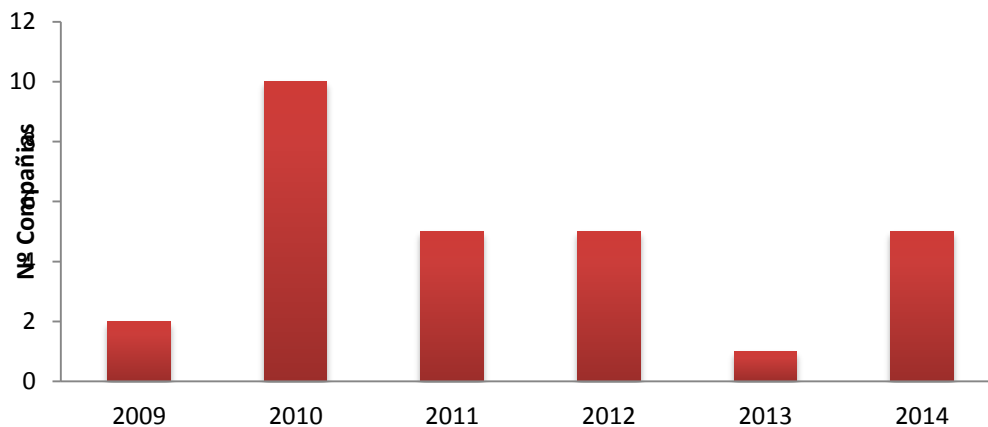
En este apartado vamos a analizar la evolución del MAB a lo largo del periodo 2009 – 2014. Presentaremos los principales indicadores bursátiles, que nos permitirán adquirir una idea de la situación del mercado en la actualidad, medir la consecución de los objetivos pronosticados, y hacer una previsión de lo que le puede deparar el futuro al MAB.

2.2.1. Empresas que cotizan en el MAB

Desde que el MAB echara a rodar en julio de 2009 con la cotización de Zinkia, la primera empresa en debutar en el parqué alternativo español, las expectativas de crecimiento en torno al MAB eran enormes. Sin embargo, el mercado influenciado en gran parte por la dura realidad económica del momento, ha visto como esas expectativas de crecimiento se convertían en inalcanzables. Y es que el número de empresas que cotizan en el mercado sigue siendo todavía claramente insuficiente para declararlo como óptimo.

Tal y como muestra el gráfico 7, la evolución en términos de incorporaciones al mercado no ha crecido en los valores esperados. La tendencia de adhesiones al mercado ha sido irregular si nos atenemos por ejemplo a los inicios del año 2010, el periodo con más incorporaciones al MAB. Por otra parte, el año 2013 destaca por ser el más discreto de todos, con una única incorporación al mercado reduciéndose la tendencia de incorporaciones respecto a años anteriores.

Gráfico 7. Número de empresas incorporadas al MAB anualmente



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

Al cierre del año 2014, 26 son las compañías que cotizan en el MAB, ya que durante el año 2014 las empresas, *Negocio* y *Nostrum*, fueron excluidas del mercado por incumplimiento de las reglas del mercado¹⁹. Además, durante 2014 se

¹⁹ El 6 de Marzo de 2014, el MAB excluyó de la negociación las acciones de las empresas *Grupo Nostrum* y *Negocio y estilo*. La primera de ellas quedó excluida debido al incumplimiento de su deber de contestar los requerimientos de información realizados por parte del Mercado. Por otra parte, en el caso de *Negocio* la exclusión fue originada por el incumplimiento de su deber de designar un Asesor Registrado.

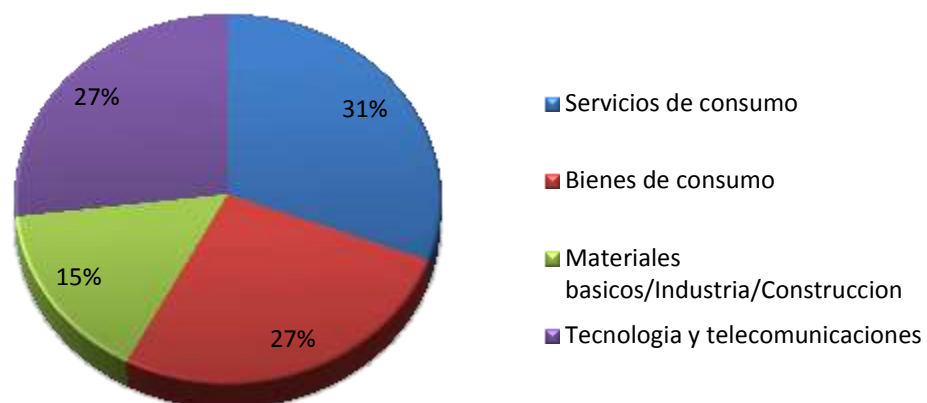
suspendieron de cotización 4 empresas por diversas razones: Zinkia, Bodaclick, Carbures y Gowex. La suspensión de esta última fue la más relevante de todas²⁰, con un fuerte impacto en todo el mercado, creando inestabilidad y desconfianza.

A modo de conclusión me parece interesante destacar un estudio elaborado por la Universidad de Alcalá a petición de Bolsas y Mercados Españoles (BME) en el año 2007, el cual revelaba la existencia de un número importante de posibles empresas candidatas a cotizar en el MAB. Se contabilizaron algo más de cinco mil empresas, de diversas dimensiones y con una cifra de recursos propios mínimos suficiente, las cuales presentaban características que les hacían candidatas para su cotización en un mercado financiero como el MAB. Hecho que pone de manifiesto, que durante este periodo de 6 años el desarrollo del mercado ha sido menor del esperado, lo cual impide que hablemos en la actualidad de un mercado bursátil sólido en lo que a número de empresas se refiere. Respecto a ello, algunos analistas cifran en 40-50 el número de empresas cotizantes adecuado con el que el MAB pueda generar un volumen de negociación. De esta manera podría adquirir un papel más importante como fuente financiadora de las PYMES.

2.2.2. Distribución sectorial

A la hora de analizar la distribución sectorial de las empresas que cotizan en el MAB, seguiremos la misma clasificación sectorial y subsectorial que sigue el Mercado de Valores de la Bolsa española. Esta clasificación entró en vigor el 1 de enero de 2005 fruto del consenso entre las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia junto a Sociedad de Bolsas. Los sectores en los que se divide la clasificación son los siguientes: servicios de consumo; servicios financieros e inmobiliarias; bienes de consumo; petróleo y energía; materiales básicos, industria y construcción; y tecnología y telecomunicaciones.

Gráfico 8. Distribución sectorial del MAB



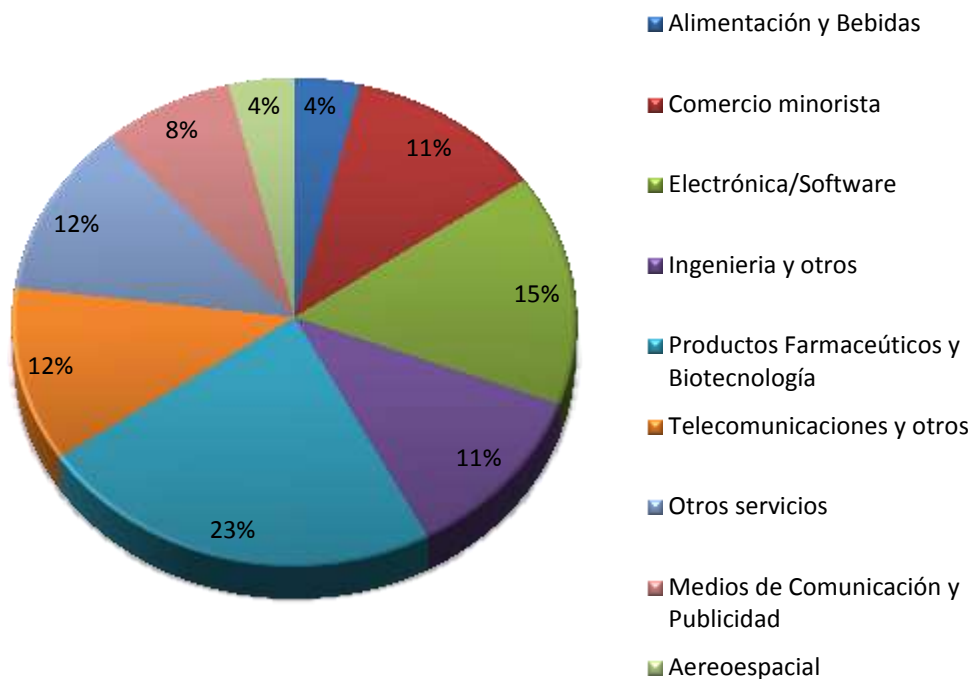
Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

²⁰ Como analizaremos más adelante era la empresa con mayor peso en el MAB.

En el gráfico 8 podemos observar los 4 sectores que componen el mercado, siendo los servicios de consumo con un 31% el sector con mayor peso, además de una gran participación de empresas pertenecientes a los sectores de bienes de consumo y tecnología y telecomunicaciones.

A su vez, los subsectores en los que se dividen los anteriores sectores, nos permiten precisar las actividades de las empresas, ya que engloban a éstas en virtud de actividades más homogéneas que en la primera clasificación. En este caso, tal y como muestra el gráfico 9, se puede apreciar la relevancia que tiene en el mercado el sector farmacéutico y biotecnológico con un 23% del total de las empresas. Le siguen en importancia por número de empresas sectores como el de la electrónica y software, con un 15% del total, y el de las TIC con un 12%.

Gráfico 9. Distribución subsectorial del MAB



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

En el estudio anteriormente comentado de la Universidad de Alcalá ya se hacía referencia a que las empresas con potencial de cotizar en el MAB están en su mayoría encuadradas en sectores en donde destaca el componente tecnológico, tales como biotecnología, ingeniería, renovables y telecomunicaciones. Perfiles de empresa claramente enfocados a la expansión e internalización, con grandes necesidades financieras en la fase semilla en la que se encuentran dentro del ciclo de crecimiento empresarial.

2.2.3. Procedencia de las empresas

Finalmente, concluiremos este breve análisis inicial del MAB, atendiendo a la situación geográfica de las empresas que cotizan en él. En la tabla 4 se muestra la distribución de las empresas según la Comunidad Autónoma en la que están localizadas. Tomando como referencia el cierre de 2014, observamos que no existe una gran diversificación a lo largo de todo el territorio, siendo únicamente 7 las Comunidades Autónomas que cuentan con empresas cotizando en el mercado.

Como es evidente, Madrid y Catalunya, gracias a su tejido empresarial localizan más de la mitad de empresas cotizantes del mercado. Por otro lado, caso significativo es el de Galicia. Y es que con 4 empresas tiene mayor presencia que otras Comunidades con mayor pedigrí empresarial como pueden ser Andalucía, Comunidad Valenciana o Euskadi. Los incentivos fiscales introducidos por el Gobierno Autonómico tanto a inversores como a empresas, probablemente han tenido relevancia a la hora de explicar este hecho. Las otras Comunidades que también han tomado este tipo de medidas son Madrid, Catalunya y Aragón. En el capítulo final de este trabajo analizaremos la importancia de estos incentivos.

Por último, tal y como mencionamos al inicio de este trabajo sobre las características del MAB, el mercado está abierto tanto a inversores y empresas nacionales como internacionales. Por ello, cabe destacar que entre las 26 empresas participantes una de ellas (Ebioss) está establecida fuera del territorio estatal, concretamente en Sofía (Bulgaria).

Tabla 4. Número de empresas en el MAB por CCAA

COMUNIDAD	Nº DE EMPRESAS
Andalucía	3
Aragón	1
Catalunya	6
Com. Valenciana	2
Galicia	4
Madrid	8
País Vasco	1
Fuera de España	1

Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

2.2.4. Financiación obtenida

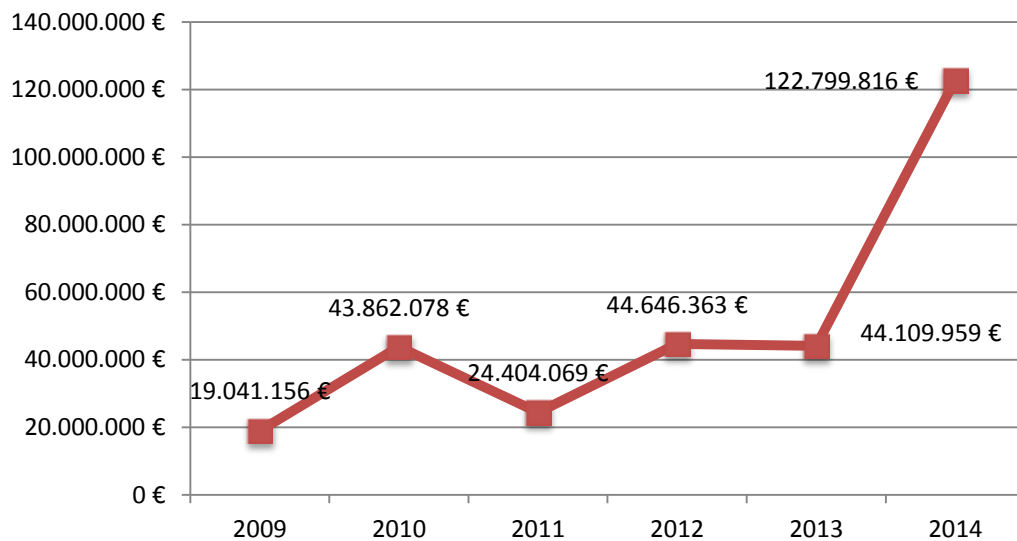
Partiendo de que la idea fundamental del Mercado Alternativo bursátil es la captación de fondos, a través del mercado, para empresas de menor tamaño, a las que

les resulta imposible acceder a los mercados primarios, en este punto del trabajo analizaremos la financiación obtenida por las empresas a lo largo de los últimos años.

Una vez las empresas toman la decisión de comenzar a cotizar en el mercado, tienen 2 vías para obtener financiación de fondos propios a través del mercado: la colocación de acciones a la salida inicial al mercado y mediante posteriores ampliaciones de capital de las empresas.

En el gráfico 10 podemos observar la financiación total obtenida por las empresas cotizantes anualmente desde el inicio del MAB. Se observa una tendencia al alza en los fondos captados por las empresas desde la creación del mercado en el año 2009 hasta finales del año 2014. La incorporación de nuevas empresas al mercado mediante la colocación de sus acciones y las posteriores ampliaciones de capital por parte de algunas han hecho que se hayan captado alrededor de 300 millones de euros por parte de las empresas cotizantes. El año 2014 se ha conseguido el record de fondos, captando alrededor de 123 millones, duplicando los registros del año 2012 de 44 millones obtenidos por las empresas.

Gráfico 10. Financiación total obtenida anualmente por las empresas en el MAB



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

Como hemos mencionado anteriormente y a su vez analizaremos en mayor profundidad en la parte final de este trabajo, la suspensión de cotización por falseamiento de cuentas de la empresa Gowex supuso un fuerte golpe para el MAB. Se trataba de la empresa con mayor crecimiento en el mercado hasta la fecha, y la que mayor financiación había obtenido a través del mercado, gracias a varias ampliaciones de capital que llevó a cabo durante los 4 años que cotizó en el mercado. Para entender la relevancia de este hecho, debemos reseñar que de la totalidad de los fondos captados por todo el mercado, un 10% fueron obtenidos por esta empresa, cuyas cuentas fueron falseadas durante el periodo que cotizó en el MAB.

En la tabla 5, se muestra el origen de la financiación total obtenida anualmente. Se puede observar cómo durante los primeros años de vida del MAB la procedencia total de los flujos de capital obtenidos por las empresas provenía de la colocación inicial de las acciones al saltar al mercado. Un factor lógico teniendo en cuenta la reciente creación de mercado. En los años posteriores, la tendencia varía registrándose una mayor obtención de fondos a través de posteriores ampliaciones de capital que mediante nueva emisión de acciones.

Tabla 5. Desglose de la financiación obtenida: colocaciones vs ampliaciones

	Colocaciones	Ampliaciones	Total
2009	19.041.155,69 €		19.041.155,69 €
2010	43.862.077,95 €		43.862.077,95 €
2011	13.378.106,75 €	11.025.962,73 €	24.404.069,48 €
2012	8.500.000,11 €	36.146.363,16 €	44.646.363,27 €
2013	1.814.696,00 €	42.295.263,00 €	44.109.959,00 €
2014	5.757.340,00 €	117.042.476,00 €	122.799.816,00 €

Fuente: Observatorio Mercado Alternativo Bursátil (Informes MABIA-INTEGRA)

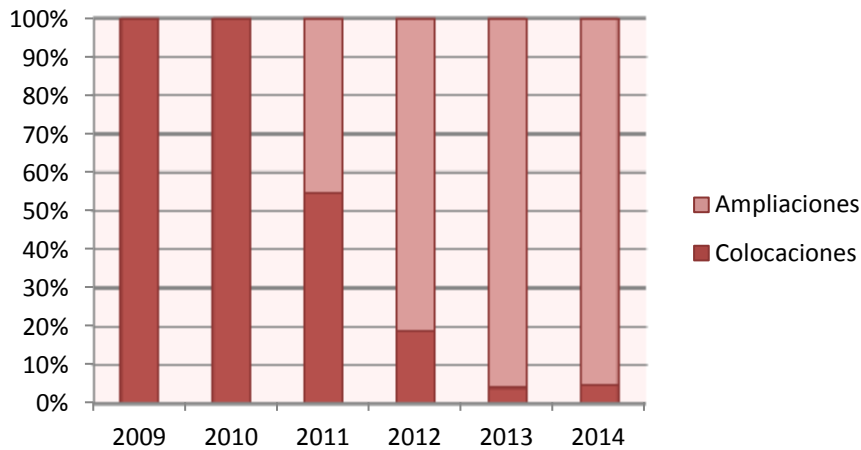
En el año 2014 se superaron todos los anteriores registros, con alrededor de 123 millones de euros captados vía ampliaciones de capital. En total se realizaron 14 operaciones de ampliación de capital, de las que 8 compañías se aprovecharon para captar fondos, siendo la más destacable la de MASMOVIL-IBERCOM. Esta compañía de telecomunicaciones logró obtener 62,88 millones de euros a través de ampliaciones dinerarias y no dinerarias. Y es que muchas empresas optan a su vez por ampliaciones por canje de acciones. Una herramienta dirigida hacia operaciones corporativas, como fusiones o absorciones, donde poder utilizar el canje de esas nuevas acciones ampliadas para acceder a otras compañías o negocios. Es decir, la empresa no obtiene fondos pero puede acceder a nuevas sinergias de nuevos negocios y tecnología, que a la postre puede convertirse en generadora de *cash*. Además, este tipo de operaciones también posibilita la dilución del accionariado de la compañía absorbente.

Volviendo al análisis de la financiación total obtenida, en el gráfico 11 se detalla la relación entre colocaciones y ampliaciones de capital desde el 2009. En él se observa la tendencia que han seguido las empresas del MAB. La financiación total captada por las compañías durante los dos primeros años de vida del MAB provenía exclusivamente de las colocaciones iniciales de acciones. Posteriormente se observa un cambio de la tendencia, convirtiéndose los fondos obtenidos en los inicios del salto al parque en marginales en comparación a los obtenidos en las siguientes ampliaciones de capital. Este suceso ha venido en gran parte forzado por el bajo crecimiento del número de compañías nuevas.

Por otro lado, empresas que debutaron con una cotización más baja y con una colocación de acciones más ajustada en su salida, optaron por un estricto cumplimiento de sus planes de negocio con vistas a posteriores ampliaciones de capital en periodos más tranquilos. Algunas de estas empresas han acudido hasta en 3 y 4 ocasiones a la realización de ampliaciones de capital. Las facilidades que ofrece el

MAB para poder realizar este tipo de operaciones en espacios tan cortos de tiempo, resultan claves a la hora de que las compañías obtengan financiación que les permita seguir cumpliendo sus planes de negocio y continuar con su expansión empresarial.

Gráfico 11. Relación ampliaciones vs colocaciones en el MAB



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

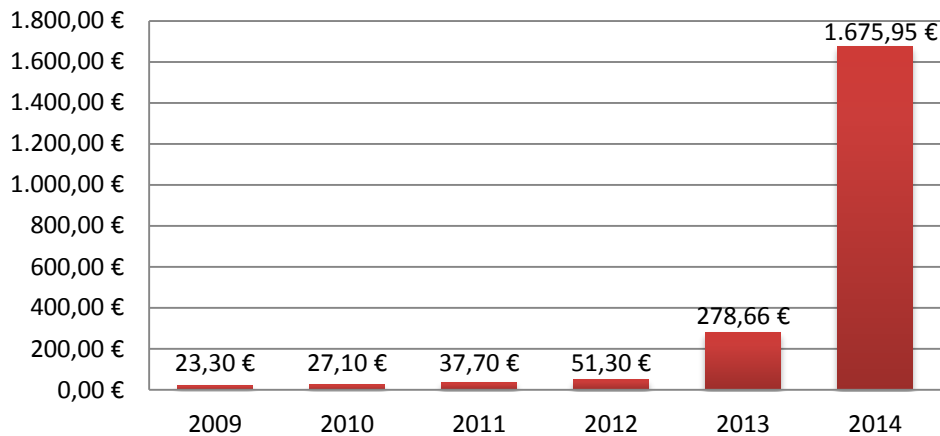
2.2.5. Volumen de negociación

El volumen de negociación, o también conocido como volumen de contratación, es un indicador que mide la cantidad total de títulos contratados a lo largo de un periodo. Es un indicador muy representativo, que nos permite conocer la actividad real de la bolsa, en términos monetarios o en número de acciones. Frecuentemente usado a la hora de elaborar análisis técnicos de los valores, permite determinar las posibles oscilaciones e incluso cambios de tendencia de los valores según las subidas o bajadas de precios en sus acciones. Normalmente, los fuertes movimientos en el indicador del volumen advierten al inversor o analista de cambios o expectativas de alteración de precios que deberá contrastar con otro tipo de herramientas o indicadores.

En este trabajo no abarcaremos ese análisis, sino que trataremos de explicar la evolución y crecimiento que ha sufrido el mercado en general, a través del indicador de volumen total negociado, es decir, de la suma total de todos los valores. En el gráfico 12 se muestran los datos anuales de contratación.

A simple vista se puede observar un crecimiento año a año, con un fuerte impulso a partir del año 2013, y en mayor medida a partir del año 2014. Evidentemente existe una cierta relación entre el número de empresas cotizando en el mercado y el volumen de negociación, y es que a mayor número de empresas, mayores serán los volúmenes de movimiento de las acciones. Pese a ello, cabe destacar por ejemplo, que en el año 2013 donde el mercado consigue incrementar sus datos en un 443,20% respecto al año anterior, solo se registró una incorporación al mercado.

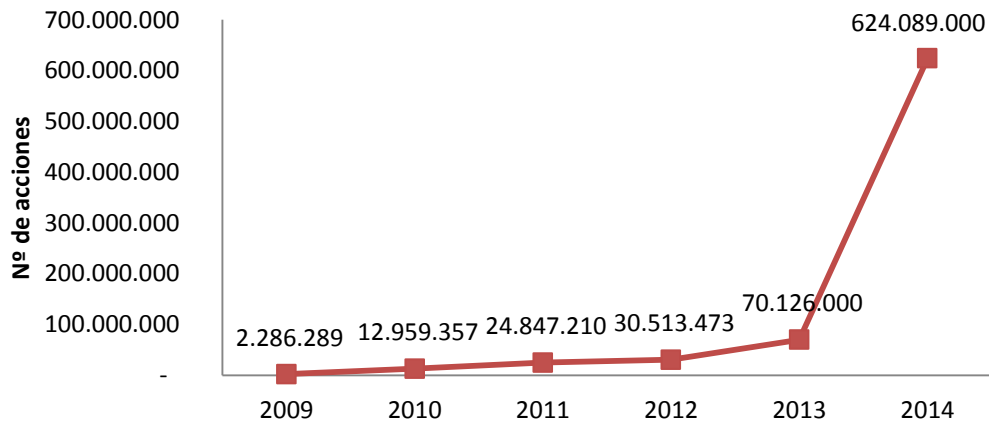
Gráfico 12. Volumen de contratación (en millones de €)



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

El año 2014, es el año con mayor volumen de contratación desde que se creó el MAB, alcanzado una cifra de 1675,95 millones de euros. Ese crecimiento tan fuerte, se observa también en el número de acciones contratadas²¹ a lo largo de todas las sesiones del año. En el gráfico 13 se muestra el volumen total de acciones registrado desde el año 2009. Pese a la tendencia al alza que se venía observando año tras año en los ratios anuales de volumen de acciones, en el último año se superaron todos los registros. El volumen total creció en casi un 800% hasta las 624.089.000 de acciones contratadas, superando en un solo año el total acumulado desde su creación en el 2009.

Gráfico 13. Volumen anual acciones negociadas



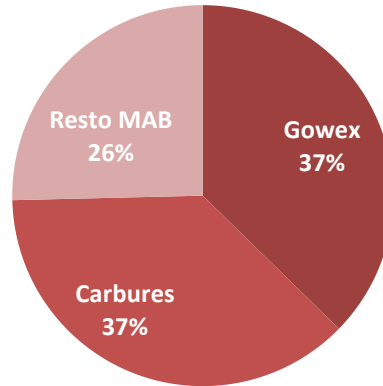
Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

Pese a todo, el crecimiento obtenido en el último año no es tan satisfactorio como las cifras muestran. Y es que tal como refleja el gráfico 14, 3 cuartas partes del total de volumen total negociado fue contratado en operaciones de 2 únicas empresas

²¹ En el proceso de transacción de los valores, cada operación de compraventa se contabilizará como una única operación, y no una por la venta y otra por la compra.

del total de las 26 del mercado. 425,37 millones de € es la cifra atribuible a las restantes 24 empresas cotizantes en el MAB.

Gráfico 14. Distribución volumen negociado por empresas



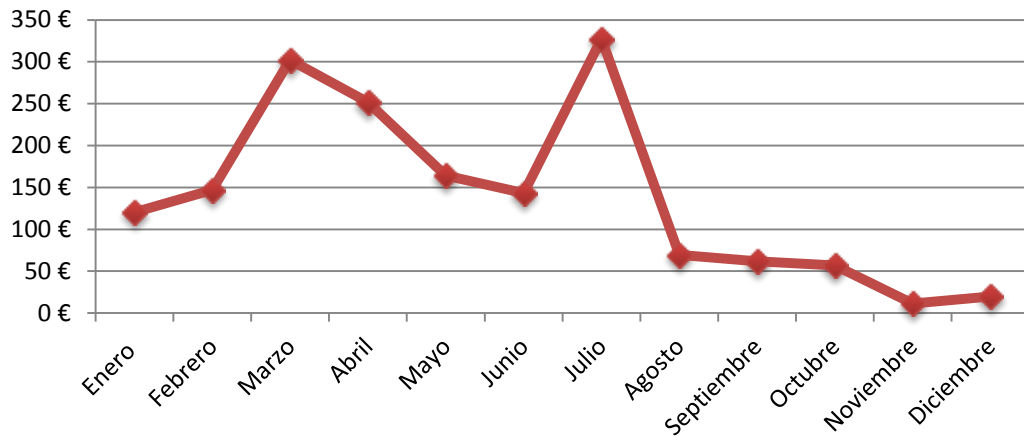
Fuente: Observatorio MAB (Informe 1er semestre 2014)

Este hecho en sí no es lo más relevante, si bien podría representar la trayectoria de 2 empresas con crecimiento exponencial, que fueron piezas claves a la hora de “tirar del carro” del MAB al incrementar las expectativas del mercado y atraer a posibles inversores. El verdadero problema radica en el historial empresarial de las 2 empresas: Gowex y Carbures. La primera ya ha sido mencionada en este trabajo, suspendida del mercado por falseamiento de las cuentas presentadas. La segunda, una compañía especializada en la fabricación de estructuras de fibra de carbono, fue suspendida en octubre y más tarde readmitida en enero de 2015²². La empresa fue obligada a corregir sus estados contables. La facturación inicialmente atribuida a la compañía fue reducida a menos de la mitad de la que se había declarado inicialmente. Una burbuja de crecimiento, sostenida en cifras alejadas a las realizadas y que impulsaron la valoración de sus planes de negocio, haciendo crecer las expectativas de centenares de inversores.

Para entender con mayor claridad el impacto que supusieron estos dos hechos en el mercado, en el gráfico 15 se muestra el volumen negociado mes a mes a lo largo de 2014. Los buenos registros logrados en la primera parte del año, con datos mensuales superiores a los volúmenes de contratación de años anteriores, sufrieron un frenazo cuando estalló el “caso Gowex”. A partir de entonces, el movimiento de acciones se mantuvo estancado, con una tendencia claramente a la baja y sin expectativas de crecimiento en el corto plazo. En los 2 primeros trimestres de 2014 se superaron los 550 millones de volumen, y los 450 en el tercero. Por el contrario, en el último periodo de año, el MAB apenas “movió” 88 millones de euros.

²² Carbures, una de las empresas mejor valoradas hasta su suspensión el 8/10/14, vio como el precio de sus acciones pasaban de los 5,32 € (último precio de cierre antes de la suspensión) a los 1,8 € el día de su reincorporación el 02/01/15. Una caída del 66,17% y la pérdida de dos tercios de su valor contable.

Gráfico 15. Volumen negociación mensual año 2014



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

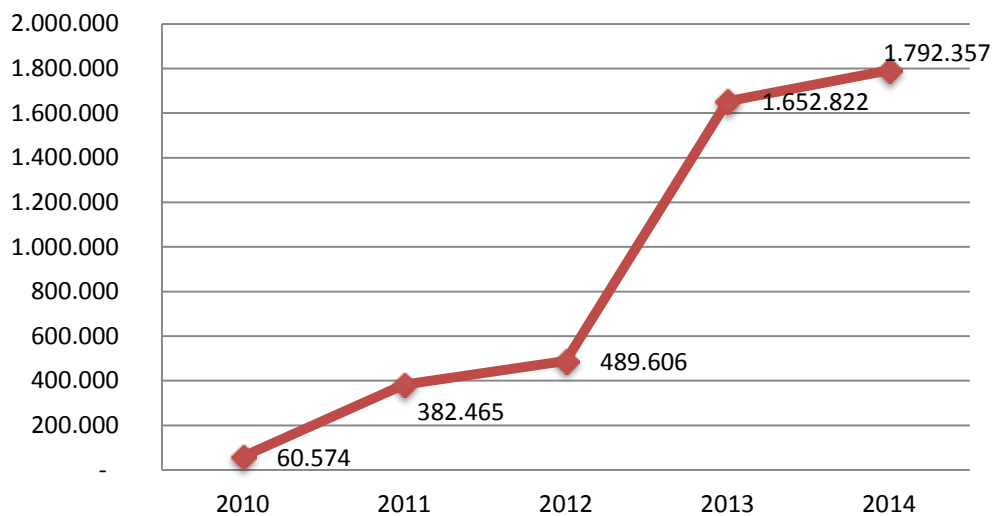
Finalmente, para tratar de contextualizar mejor las cifras, realizaremos una simple comparación con el volumen de contratación de renta variable de la bolsa española. Se trata de 2 mercados muy alejados en tamaño, características e historia; pese a ello debemos destacar que en el mismo periodo de 2014 la bolsa española superó los 800.000 millones de euros en volumen de contratación, es decir, casi 500 veces más que el negociado en el MAB. Cifras que no están entre los objetivos del MAB ni deben ser tomadas como referencia, pero que sí permiten observar que el mercado está lejos de lo que podría calificarse como óptimo en cuanto a movimiento de acciones se refiere. Un volumen óptimo de negociación resulta clave en un mercado como el MAB, ya que cuanto mayor profundidad tenga el mercado más operaciones se podrán cruzar.

2.2.6. Capitalización Bursátil

Otro de los indicadores bursátiles que no debemos olvidar, para poder obtener un diagnóstico más exacto de la situación del MAB, en general, es la capitalización bursátil. Se trata de una medida económica que nos indica lo que vale una compañía según los mercados en los que cotiza. Es decir, el valor total de todas las acciones de una empresa que cotiza en bolsa. La capitalización bursátil de una empresa se calcula multiplicando el número de acciones que tiene en circulación por el precio de mercado. A mayor nivel de capitalización de la empresa cotizante mayor será su peso y relevancia en el propio mercado, lo que a su vez, repercutirá en la relevancia de ésta y en la capacidad de atracción de más inversores.

El gráfico 16 muestra la evolución anual del nivel de capitalización desde la creación del mercado hasta el 2014.

Gráfico 16. Capitalización bursátil del total del MAB (en miles de €)



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

Atendiendo a los resultados plasmados en el gráfico, se observa una tendencia al alza en la valoración que han tenido las empresas del MAB en términos de capitalización año tras año. Estos incrementos tienen su origen en el incremento anual del número de empresas que cotizan en el mercado, y es que, a mayor número de empresas incorporadas mayor será la capitalización del mercado. Este crecimiento también tiene parte de su origen en la trayectoria seguida por las empresas en el mercado a lo largo de su periodo de cotización. Las posteriores ampliaciones de capital llevadas a cabo por las empresas, tras el proceso de inmersión y estabilización en un mercado como el MAB, posibilitan que el número de acciones que cotizan en el mercado sean mayores. Si a esto le unimos que el otro multiplicador clave en el cálculo de la capitalización, el precio, también sufre una variación positiva, el resultado obtenido redundará en una mayor capitalización de la empresa.

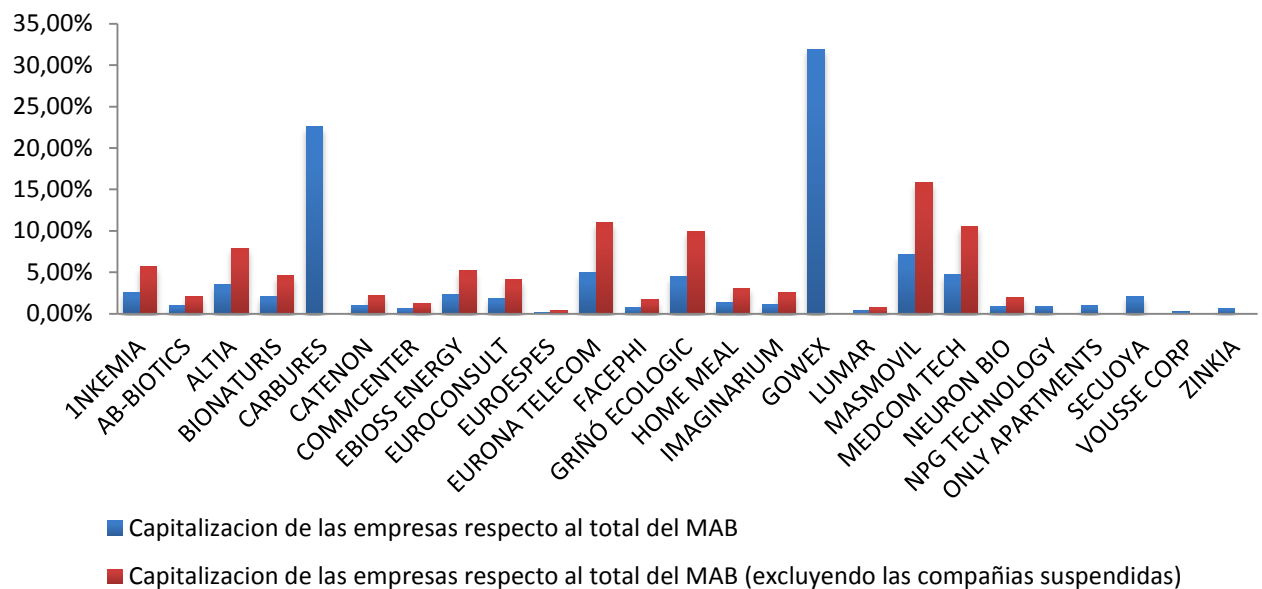
Si observamos con detalle la tendencia anual, el año 2013 supone un año de crecimiento exponencial respecto al periodo anterior. En este año se produce un incremento del 238% respecto a los registros del año anterior de capitalización. Como en la mayoría de los indicadores bursátiles a los que hemos hecho referencia anteriormente, su tendencia se ve “distorsionada” en cierta medida, no solo por el impacto negativo que ocasionó la empresa Gowex en el MAB. No solo el momento en el que se conoció el caso, sino por el efecto “burbuja” que produjo en el mercado y a su vez en muchos de los indicadores que anteriormente hemos comentado. Así, un 57,1% de la capitalización total obtenida por las empresas del MAB al cierre de 2013 era procedente de la capitalización de Gowex. Es decir, según este indicador la empresa Gowex tenía un valor superior a la suma total del resto de empresas del MAB. Un predominio absoluto en el mercado, el cual tiempo más tarde ha resultado irreal.

El año 2014 muestra una tendencia continuista en este sentido, con 2 empresas predominantes en el mercado sobre el resto del MAB. Con el objetivo de tener una valoración más amplia del mercado en el año 2014, en el siguiente gráfico 17 se

muestra el peso relativo de la capitalización de las empresas sobre el total del MAB (en términos porcentuales).

En este último periodo destaca el predominio de las 2 empresas anteriormente comentadas. La suma de la capitalización de Gowex y Carbures (valores hasta la fecha de su suspensión), supera la mitad de la capitalización total del resto de empresas cotizantes en el MAB. Es decir, estos valores definen y condicionan al igual que en anteriores análisis, los resultados obtenidos. Por ello, con el objetivo de suprimir su efecto en el mismo gráfico se muestran los mismos datos excluyendo los de las empresas suspendidas²³. En este caso, se observa un nivel de capitalización más homogéneo. En esta situación, la compañía de telecomunicaciones MASMOVIL, con un 15,78% de la capitalización del total de las empresas lideraría esta lista del MAB.

Gráfico 17. Capitalización de las empresas respecto al total del MAB



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

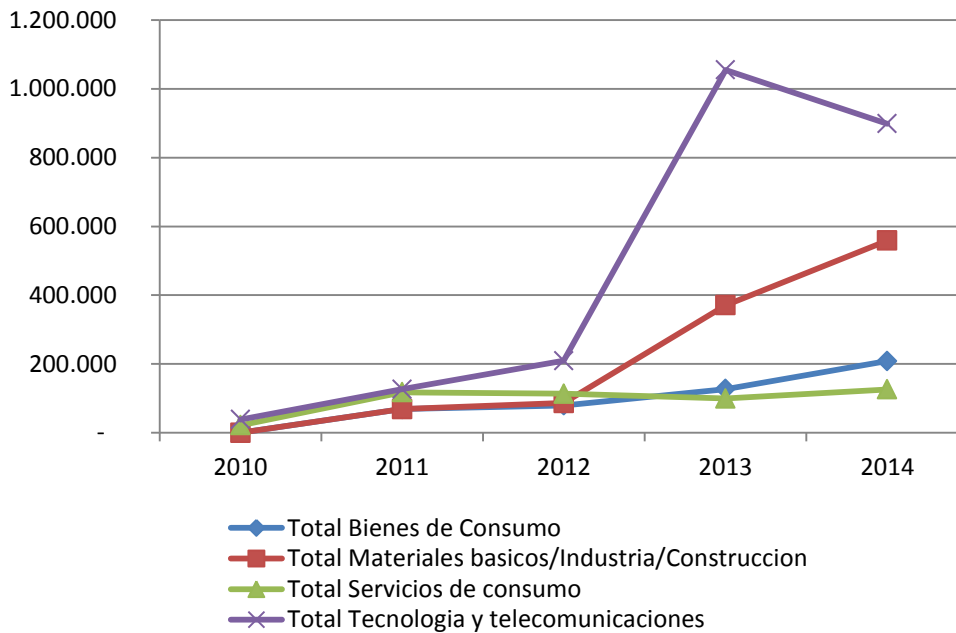
A continuación, realizaremos un breve análisis de los índices de sectores y subsectores. Esto nos permitirá observar la evolución y el peso que tienen los distintos sectores dentro del MAB. Pese a todo es necesario recalcar que la breve historia del MAB, el aún insuficiente número de empresas que componen el mercado, y las características de cada una de las empresas que componen las diferentes clasificaciones sectoriales, dificultan realizar razonamientos e interpretaciones homogeneizadas que expliquen la evolución de los distintos sectores bursátiles.

En primer lugar, en el gráfico 18 se muestra la evolución sectorial del MAB en términos absolutos de capitalización. Es reseñable el bajo crecimiento obtenido por el sector de servicios de consumo, pese a ser el sector con el mayor número de empresas

²³ Recordemos que tanto GOWEX, CARBURES Y ZINKIA fueron suspendidas a lo largo de 2014 por causas distintas. De estas 3 empresas, a fecha de presentación de este trabajo solo CARBURES ha sido readmitida a cotización tras un reajuste de sus cuentas y valoraciones presentadas.

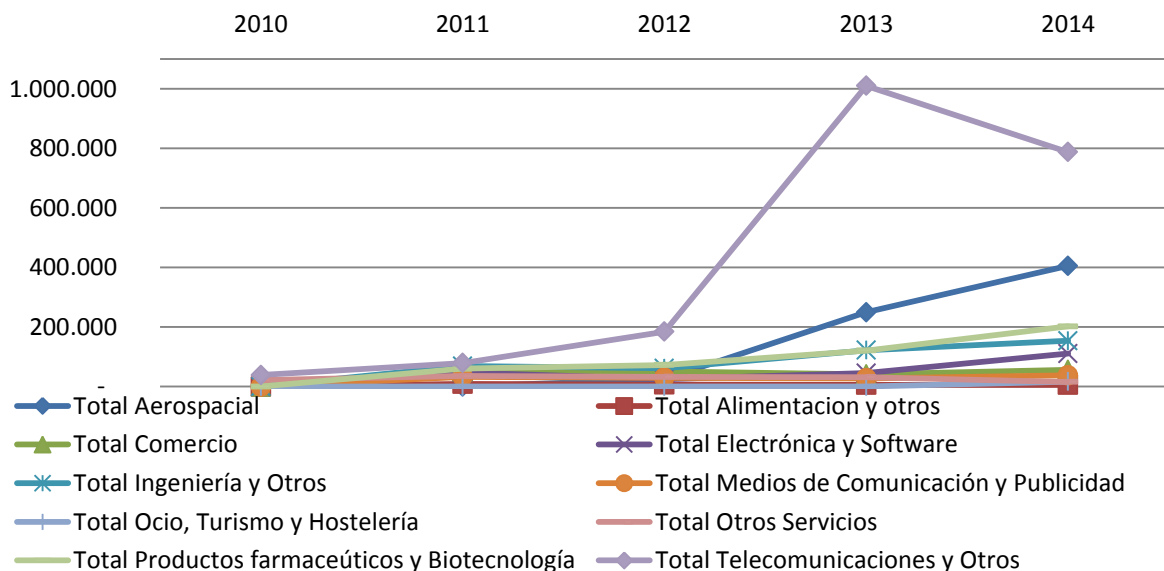
incorporadas; empresas en su gran mayoría enfocadas al comercio y la prestación de servicios, las cuales han sido las más afectadas por el contexto económico tanto nacional e internacional de los últimos años. Además, como se muestra en el gráfico 20, donde se refleja el peso de cada sector en el total del mercado según los datos de capitalización en el último año, el sector de servicios de consumo es el más minoritario con un 12% de la valoración total del mercado, lo que contrasta con el más del 30% que representan las empresas del sector sobre el total del mercado.

Gráfico 18. Distribución sectorial MAB según capitalización



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

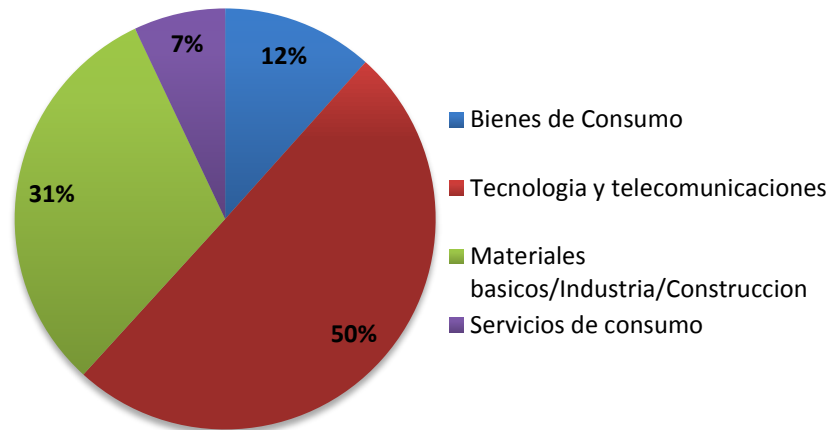
Gráfico 19. Distribución subsectorial MAB según capitalización



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

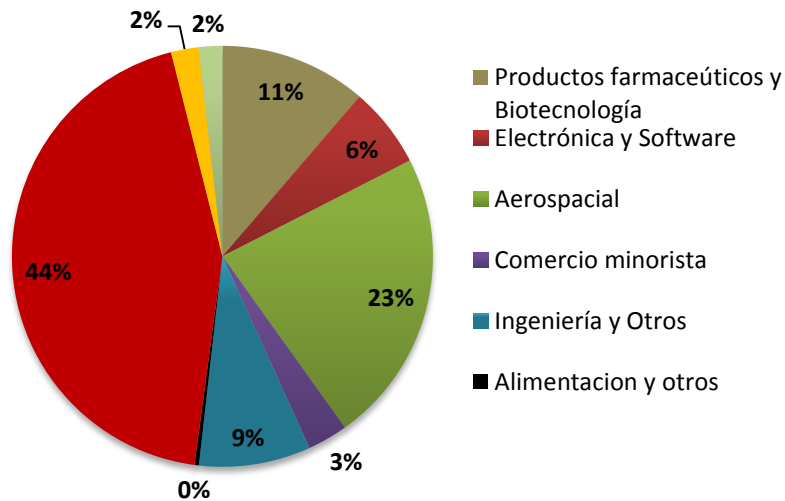
En el gráfico 19, podemos apreciar la misma tendencia en términos de capitalización que siguen los distintos subsectores. Telecomunicaciones y aeroespacial son los subsectores con mayor crecimiento, fuertemente ligados al crecimiento de Gowex y MasMovil en el primer caso y de Carbures en el segundo. Les siguen subsectores como, el del comercio, ingeniería o electrónica y *software* con una tendencia muy similar pero más sosegada, pese a las dificultades existentes en el mercado.

Gráfico 20. Peso relativo de cada sector según capitalización



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

Gráfico 21. Peso relativo de cada subsector según capitalización

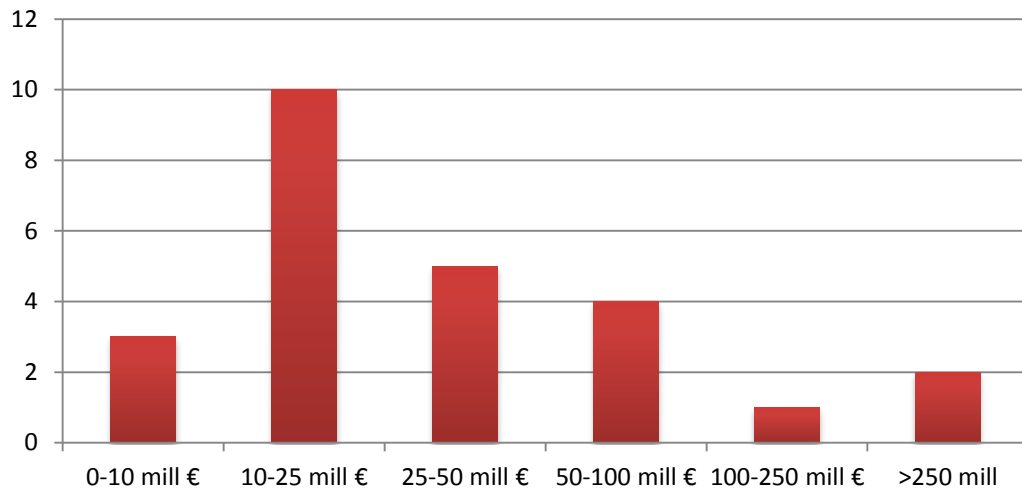


Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

La relevancia de cada uno de los subsectores en el MAB, en términos de capitalización que nos muestra el gráfico 21, nos permite comprender el perfil de empresa que más destaca en el mercado. Pese a las distintas actividades que

desarrollan cada una de ellas, se trata de compañías altamente ligadas a la tecnología y muchas de ellas con proyectos ligados a la innovación e internalización.

Gráfico 22. Clasificación de las empresas según su capitalización (datos 2014)



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

Finalmente en el gráfico 2 se muestra la clasificación de las empresas según su capitalización, observándose que el tamaño del grueso de las empresas del MAB, un 40% de las empresas del mercado, ronda los 10-25 millones de capitalización. Únicamente 3 empresas han logrado sobrepasar la valoración de los 100 millones de euros: Gowex, Carbures y MASMOVIL.

2.3. ANÁLISIS COMPARATIVO: MAB VS IBEX 35 Y SMALLCAP

En este apartado continuaremos profundizando en el análisis de la evolución del MAB, mediante la comparación respecto a otros índices bursátiles. Comenzaremos realizando una primera comparación con los índices nacionales IBEX 35 e IBEX Small Cap.

2.3.1. Índice MAB

Antes de comenzar es necesario reseñar que en la actualidad, no existe ningún Índice MAB como tal oficialmente, lo que dificulta en cierta medida que el mercado pueda ser promovido, por ejemplo, en diferentes portales de análisis de los mercados de valores. En ellos se ofrecen diversas herramientas que permiten de manera muy sencilla e intuitiva analizar la evolución de un índice y establecer comparaciones gráficamente dentro de los horizontes temporales marcados, lo que permite identificar las tendencias y evoluciones de los distintos índices. La falta de información es un freno importante para los inversores y a su vez para el desarrollo de un mercado con pocos años de vida. Para un tipo de inversor minorista es difícil acercarse a un tipo de mercado en el que no le sea sencillo acceder a la información principal.

En nuestro caso, para nuestro análisis nos basaremos en el índice MAB, elaborado por *Mabia*. *Mabia* es una iniciativa de *Integra*, la división de consultoría y finanzas del *Grupo IMB*²⁴, creada con el objetivo de ser la puerta de entrada y de información al Mercado Alternativo Bursátil para las empresas, inversores y asesores.

La media que se muestra en este índice MAB se calcula teniendo en cuenta la capitalización bursátil de cada valor, por lo que técnicamente es un índice de precios ponderado, al igual que el IBEX-35. Es decir, al contrario de lo que ocurre en otros índices como el Dow Jones, no todas las empresas que lo forman tienen el mismo peso. En el IBEX ponderan más las empresas de mayor capitalización bursátil, los conocidos como “blue chips”²⁵ o los 6 grandes del Ibex: Santander, Telefónica, Repsol, BBVA, Iberdrola e Inditex. Por lo que, extrapolando la situación al MAB nos encontramos en una situación semejante, con el peso mayor en este caso de 2 empresas: Gowex y Carbures, que en ciertos periodos suponían más del 70% de la capitalización total del mercado.

Desde el punto de vista del inversor, las características de este índice serían apropiadas para un inversor que busca replicar al índice en su conjunto, ya que en este caso ponderaría en mayor medida a las empresas más grandes y con mayor crecimiento y fortaleza que reflejan sus cotizaciones en el mercado. Pero en este mercado de tan reciente creación como es el MAB, se ha visto como esta afirmación no significa ninguna garantía. Debido a la volatilidad del mercado, el índice está muy expuesto a los valores más grandes del MAB. Una sacudida de un único valor pueden terminar afectando a todo el mercado por efecto dominó.

El índice se calcula a partir del 16 de julio de 2009, fecha de inicio del MAB, y su referencia o precio base es 100. Las variaciones del índice nos indicarán la tendencia que sigue y nos permitirá compararlo con otros índices, ya que tanto al Ibex 35 como al Ibex Small Cap les aplicaremos el mismo precio base desde esa fecha.

En el gráfico 23 se muestra la evolución completa del Índice MAB elaborado por *Mabia*.

Lo comentado en anteriores apartados queda claramente reflejado en la tendencia del índice. La evolución muestra como el mercado se ha mantenido plano y con tendencia bajista hasta el año 2013; hasta ese momento, el mercado permanece sin grandes oscilaciones ya que el volumen de contratación sigue siendo reducido. En agosto de 2012, el índice marca su mínimo, los 59 puntos básicos. Desde entonces, la entrada de nuevas empresas y, sobre todo, las fuertes subidas de Gowex y Carbures

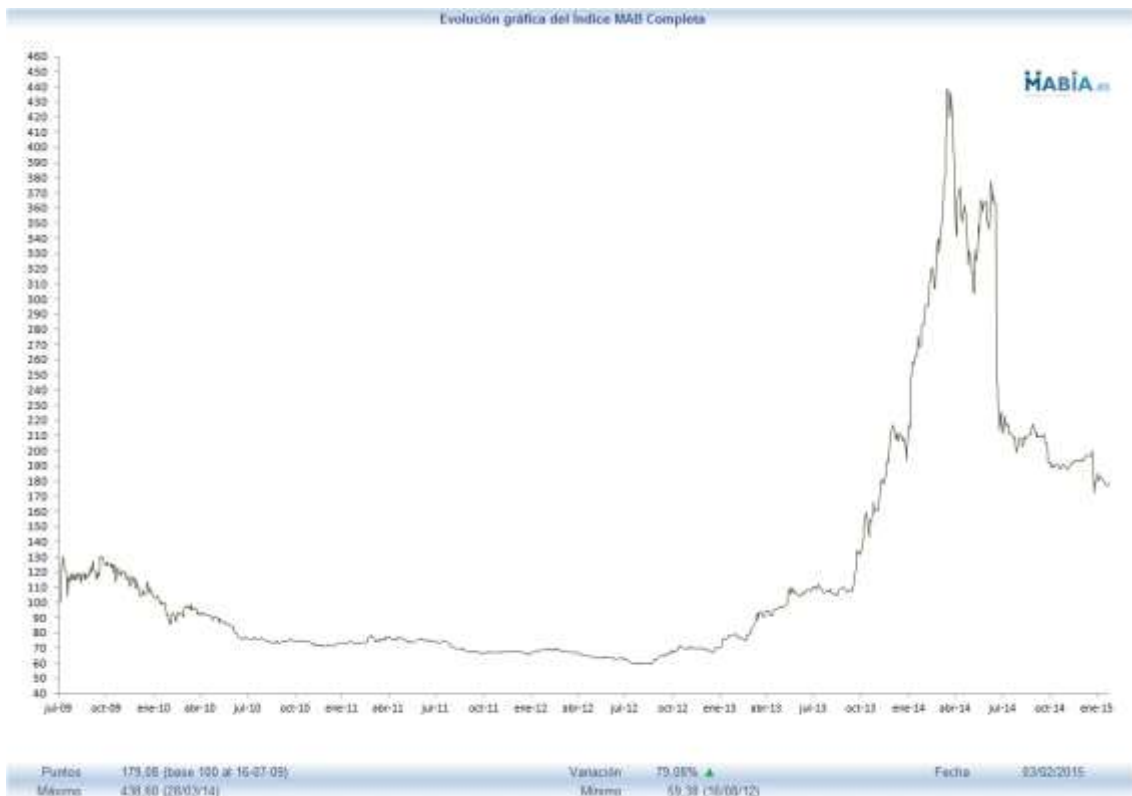
²⁴ El grupo es el encargado de publicar los análisis fundamentales de cada uno de las empresas cotizantes en el MAB, así como otro tipo de informes y publicaciones relacionados con el mercado y sus intervinientes. Esta información es publicada en la página web oficial del mercado, y por tanto es aceptada por el regulador BME. Por ello, pese a no tener unos datos oficiales como fuente primaria, podemos dar como válidos los datos que se muestran en los siguientes gráficos.

²⁵ El término blue chip en economía bursátil se utiliza para referirse a empresas bien establecidas, que tengan ingresos estables, valores sin grandes fluctuaciones y que no precisen de grandes ampliaciones de su pasivo. En definitiva, el término se utiliza para hablar de empresas estables con alto nivel de liquidez.

llevaron al Índice a crecer de forma imparable hasta marcar, hasta el día de hoy, el máximo establecido por el mercado, en marzo de 2014, que rozó los 440 puntos.

En julio de 2014, estalla el caso Gowex y a su vez la burbuja en la que estaba sumergido el mercado debido a la empresa de infraestructuras y tecnología *wifi*. La caída del precio y posterior exclusión del mercado provocaron la fuga de inversores del mercado. La tendencia del mercado desde entonces y hasta final de 2014 se mantiene negativa, con pocos movimientos en el mercado, que a pesar de que hay empresas que mantienen trayectorias positivas en la valoración del precio de sus acciones. Así, el índice cerró 2014 en los 174 puntos básicos.

Gráfico 23. Evolución completa índice MAB



Fuente: MABIA

2.3.2. Comparativa: Rentabilidades obtenidas

El índice BEX 35 (*Índice Bursátil Español*) es el principal índice bursátil de referencia de la bolsa española elaborado por Bolsas y Mercados Españoles (BME). Está formado por las 35 empresas con más liquidez que cotizan en el Sistema de Interconexión Bursátil Electrónico (SIBE) en las cuatro Bolsas Españolas: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia.

Por su parte, el Ibex Medium Cap y el Ibex Small Cap son índices que hacen referencia a los valores de mediana y pequeña capitalización bursátil cotizados en el Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro Bolsas Españolas. Al igual que el índice

general se calculan mediante un sistema de precios, ponderados por capitalización y ajustados por el capital flotante de cada compañía integrante del índice.

Entre los requisitos para formar parte de los índices IBEX MEDIUM CAP e IBEX SMALL CAP destacan los siguientes:

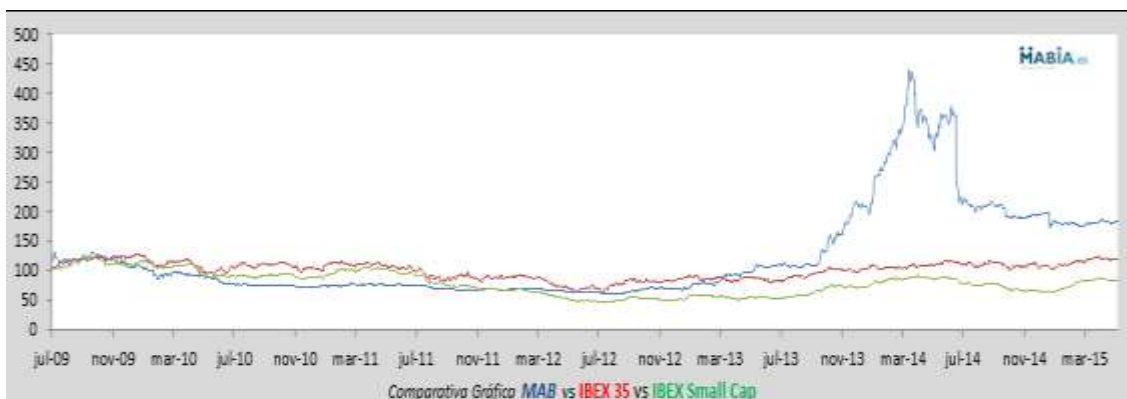
- Los valores seleccionables no pueden formar parte del índice IBEX 35.
- Deben contratarse en el mercado principal²⁶.
- Deben tener un porcentaje de capital flotante superior al 15%, es decir, que el número de títulos que efectivamente están en circulación en el mercado respecto al capital total de la compañía sea mayor que el 15%.

Los valores que cumplan los criterios anteriores, se ordenarán por la capitalización bursátil del capital flotante. Los primeros 20 valores de este ranking serán los que entren a formar parte del IBEX MEDIUM CAP® y los siguientes 30 valores serán los que entren a formar parte del IBEX SMALL CAP®.

La composición²⁷ de estos índices podrá ser modificada semestralmente, con carácter ordinario, de forma efectiva en los meses de julio y enero, y con carácter extraordinario cuando proceda por circunstancias que afecten a la capitalización.

La comparativa con el IBEX 35 y, sobre todo, con el IBEX Small Cap nos permitirá poner en contexto la evolución que ha tenido el índice MAB desde sus orígenes, al observar la tendencia seguida por el MAB respecto a un índice de características semejantes en lo que al tamaño de las empresas cotizantes respecta.

Gráfico 24. Evolución Índice MAB vs IBEX35 & IBEX Small Cap



Fuente: MABIA

²⁶ Es decir, cotizados a través de la plataforma del Sistema de Interconexión Bursátil de las cuatro Bolsas Españolas.

²⁷ La entrada o salida de valores en su composición es revisada semestralmente según unos criterios específicos por un grupo de expertos, denominado Comité Asesor Técnico (CAT), que se encarga de decidir quién se merece un puesto en el índice y quién no. Sus reuniones son en junio y diciembre, y sus decisiones se harán efectivas el primer día hábil de julio y de enero respectivamente; no obstante, pueden celebrarse reuniones extraordinarias ante circunstancias que así lo requieran. No existe un mínimo ni un máximo de cambios a realizar, pudiendo ser ninguno o tantos como sea pertinente.

En el gráfico 24 se puede apreciar como a partir del año 2013 el MAB destaca notablemente respecto a los otros índices. Tras el estallido de la burbuja, y el reajuste a la baja en la mayoría de los precios de las empresas, el Índice MAB vuelve a estabilizarse en consonancia con la tendencia que marcan tanto el Ibex35 como el Ibex Small Cap.

Por otro lado, la tabla 6 muestra las rentabilidades anuales²⁸ obtenidas por los tres índices.

Tabla 6. Rentabilidades anualizadas MAB, IBEX35 e IBEX Small Cap

Rentabilidades anuales	MAB	IBEX 35	IBEX Small Cap
2009	14,28%	26,06%	8,66%
2010	-37,19%	-18,58%	-18,32%
2011	-6,35%	-11,78%	-25,10%
2012	-0,64%	-6,38%	-24,53%
2013	209,54%	21,42%	44,46%
2014	-4,75%	3,65%	-11,56%
Media Aritmética	29,15%	2,40%	-4,40%

Fuente: MABIA

Entre las primeras conclusiones que podemos destacar al observar estos datos, es que pese a tratarse de un mercado nuevo, con muy pocas empresas e información financiera menos accesible, la tendencia que sigue el índice MAB es similar a la de los otros índices salvo en 2013; pese a que se presupone que el MAB es un mercado mucho más volátil, ya que la mayoría de estas empresas se encuentran en fases previas a la consolidación de negocio, cuyo crecimiento está supeditado a sus planes negocio y no a una trayectoria empresarial anterior que ya esté consolidada, lo que hace que cualquier noticia o comunicación de estas empresas, así como la presentación de sus planes negocio o estrategia, provoquen una alta volatilidad de sus precios de cotización al no existir grandes bases accionarias (en comparación a otros grandes mercados), cualquier gran movimiento provoca grandes oscilaciones en los precios, por lo que en este tipo de mercados alternativos se suelen dar crecimientos espectaculares y situaciones de fracaso más marcadas que en los mercados bursátiles tradicionales.

Esta tendencia similar en los 3 mercados evidencia que el factor de inestabilidad que ha predominado en los mercados bursátiles en los últimos años, a la coyuntura económica, ha tenido una gran influencia en la trayectoria de los 3 índices durante este periodo. Es decir, los mercados han estado más expuestos a los movimientos macroeconómicos, que a comportamientos y expectativas de las empresas. Así, en los

²⁸ En el caso del MAB la primera columna, es decir el año 2009, hemos anualizado las rentabilidades obtenidas por las 2 empresas que salieron a cotizar desde su creación en julio de 2009. Por lo que no debe tomarse como un dato del todo significativo.

años difíciles de la crisis las rentabilidades que se han obtenido son negativas en los 3 índices.

A excepción de lo que ocurre en el año 2009, donde el mercado bursátil español obtuvo beneficios y rentabilidades positivas como el 26,06% del mercado principal del Ibex 35, en general, desde el inicio de la crisis en el año 2008, la tendencia de los mercados bursátiles tanto españoles como internacionales destaca por ser negativa hasta 2013, año que los mercados muestran los primeros síntomas de mejora. Hasta entonces el MAB sigue la misma tendencia a la baja.

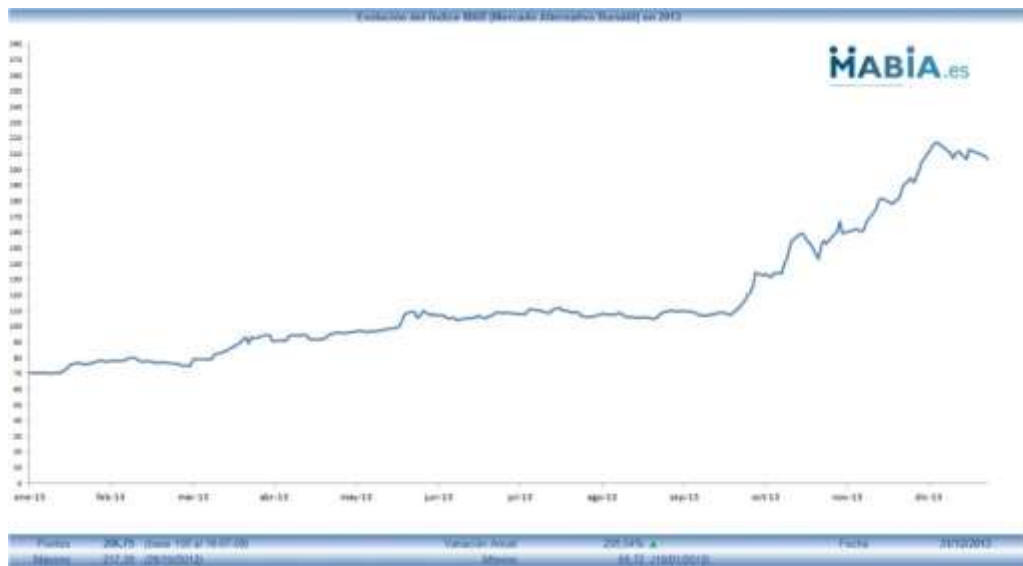
Si comparamos el Ibex Small Cap con el MAB observamos que, a excepción del año 2010, el MAB presenta mejores resultados en términos de rentabilidad. El índice MAB muestra unas rentabilidades superiores en los años positivos, y unas pérdidas inferiores en los periodos más duros de la crisis que hemos vivido.

2013 muestra uno de los datos más anómalos de su trayectoria. Año de subidas en las bolsas en general, el 21,42 % de rentabilidad anual obtenida por el Ibex 35 o el 44,46 % del Small Cap, el MAB por su parte presenta unos datos espectaculares con más de un 209% de rentabilidad obtenida en el periodo. Pese a todo, el dato del MAB debe analizarse cautelosamente, ya que el comportamiento del mercado en ese periodo está altamente supeditado a la tendencia que marcaba la empresa Gowex. El éxito empresarial que vendía la empresa, y en su conjunto el mercado MAB, originó una fiebre inversora en la compañía, con un fuerte crecimiento en 2013 y primer semestre del 2014, que llevaron al alza al MAB. A finales de 2013, fondos de inversión, planes de pensiones, especuladores e inversores, en general, acudieron en tropel en busca de una rentabilidad que no encontraban en otros mercados, catapultando los precios. Finalmente, en julio de 2014 la burbuja estalla, lo que produce una gran huida de inversores e inestabilidad en el mercado hasta el final del año, tal y como muestran los gráficos 25 y 26.

En el gráfico 25 se puede apreciar que el índice permanece casi plano hasta septiembre de 2013, momento a partir del cual se produce un crecimiento elevado y sostenido hasta el final de 2014 sin embargo, tal y como muestra el gráfico 26, a partir de esa fecha se produce una fuerte caída hasta julio, seguido de un periodo de decrecimiento y estabilización.

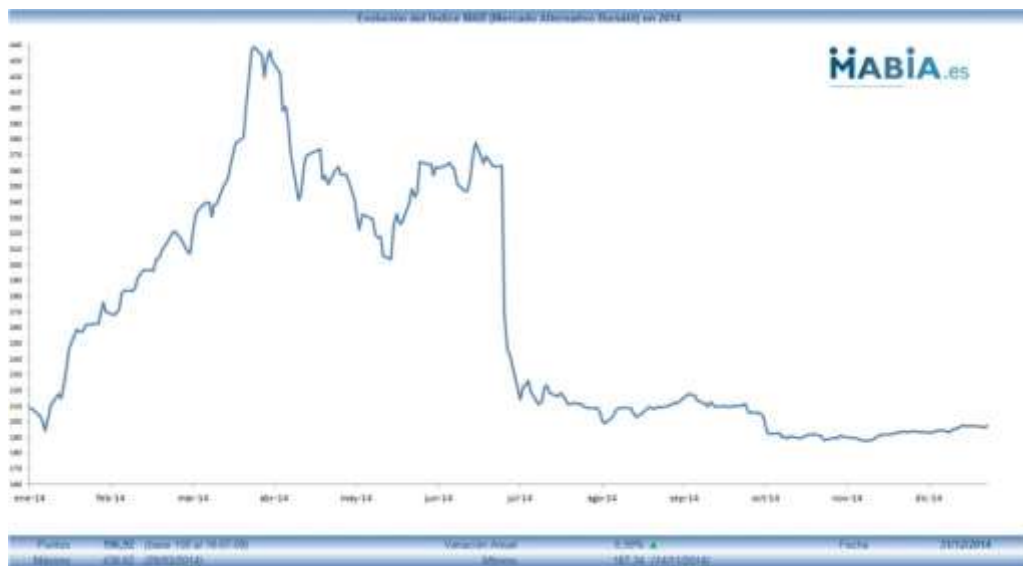
Finalmente si analizamos el dato de rentabilidad anual obtenida en 2014, observamos que, pese a todo, el mercado cae solamente un 4,75%, en comparación, por ejemplo, con el 11,56% de bajada que sufre el Small Cap, lo que viene a reflejar que el duro golpe que sufrió el mercado en el mes de julio, se ve compensado en gran parte por el crecimiento y las subidas que venía marcando el MAB en el primer semestre, a raíz de la fiebre inversora que rodeaba al mercado.

Gráfico 25. Índice MAB año 2013



Fuente: Índice MAB (Elaborado por consultorio MABIA-INTEGRA)

Gráfico 26. Índice MAB año 2014



Fuente: Índice MAB (Elaborado por consultorio MABIA-INTEGRA)

En resumen, la caída brutal ocurrida en el mercado a raíz del caso Gowex, desembocó en una paralización generalizada del mercado, con tendencias a la baja, fuga de inversores y, por consiguiente, caídas en el volumen de contratación, tal y como muestra el gráfico 26, que apenas generó movimiento en el mercado. Tras las grandes subidas y momentos de euforia, el mercado ha terminado por corregir los precios de cotización hacia el valor real del mercado.

Pese a todo, si nos atenemos a las rentabilidades medias obtenidas desde el origen de este índice, el MAB obtiene una rentabilidad media²⁹ de un 29,15% en comparación al 2,40% del Ibex 35 o el -4,40% de rentabilidad obtenida por el Ibex Small Cap. La rentabilidad media acumulada a 31/12/14, reflejada por el índice por capitalización, representa lo que un inversor hubiese obtenido en el caso de que hubiera adquirido una cartera de acciones del MAB que replicara exactamente su composición desde el primer día, y que la hubiera actualizado diariamente manteniendo la misma proporción de acuerdo a su peso por capitalización en el mercado. En esta hipótesis, por ejemplo, un inversor que hubiera invertido 100.000 € desde el primer día, ponderando a la cotización del índice a fecha de 31/12/2014 tendría 196.920€ (basándonos en los 196 puntos que marcaba en esa fecha). Tal y como muestra la tabla 7, el IBEX 35 como el IBEX Small Cap han decrecido si tomamos como referencia la fecha de inicio del MAB.

Tabla 7. Cotizaciones Índices

Cotizacion al	Índice MAB	IBEX35	IBEX Small Cap
16/07/2009	100,00	11940,00	7327,60
31/12/2014	196,920	10279,50	4322,10

2.4. ANÁLISIS COMPARATIVO CON EL AIM: ALTERNATIVE INVESTMENT MARKET

En este apartado realizaremos una comparativa del MAB con el mercado alternativo bursátil que más éxito ha logrado hasta la fecha, y que ha servido como espejo al MAB en su creación. El Alternative Investment Market, AIM.

Comenzaremos realizando un pequeño resumen de sus características más relevantes. Posteriormente, nos centraremos en los datos y estadísticas más relevantes del AIM. No se pretende realizar una mera comparativa de los resultados obtenidos respecto al MAB, ya que el AIM es hoy en día un mercado alternativo totalmente consolidado, que cotiza en uno de los parqués de referencia en el mundo, y que cuenta con una base sólida de empresas que permite un desarrollo mayor en términos de posibilidades de inversión y crecimiento. A la hora de presentar los datos y los indicadores bursátiles de cada uno de ellos, tomaremos como intervalo el periodo transcurrido desde el año 0 de su creación. Esto nos permitirá observar la tendencia y evolución que ha sufrido el AIM, lo que puede servir de referencia en cierta medida para la posible tendencia y expectativas que pueda tener el MAB para el futuro.

El Alternative Investment Market (AIM) es el mercado alternativo bursátil que más éxito ha tenido a nivel mundial en términos de volumen y empresas cotizadas.

²⁹ El cálculo se establece mediante la media aritmética de las rentabilidades obtenidas anualmente durante el periodo 2009-2014.

Este mercado de Valores nació en el año 1995 en el London Stock Exchange³⁰ con el objetivo de convertirse en el mercado adecuado para las empresas pequeñas (pertenecientes a cualquier sector y parte del mundo) en fase de expansión, gran parte de las cuales relacionadas con la innovación. A partir del año 2004, el mercado cambió su régimen jurídico pasando de ser un mercado regulado a un mercado autorregulado y supervisado por la propia bolsa y supervisado por la Bolsa de Londres.

Entre las características que han catapultado su éxito en los últimos años destaca la autonomía y flexibilidad en sus requerimientos y obligaciones. Por ejemplo, para entrar a cotizar en el mercado no se requiere ningún capital mínimo (recordemos que en el caso del MAB el capital mínimo exigido es de 2 millones de euros).

Una de las similitudes del MAB respecto al AIM se encuentra en la figura del asesor registrado, conocido como “*Nomads*” o “*Nominated Advisors*”. Figura que, como hemos comentado anteriormente en la primera parte de este trabajo, cumple la función de asesorar a la empresa durante el proceso de salida a bolsa. Por otro lado, cabe destacar la figura de los *brókers*, cuya función es facilitar la liquidez de los valores, y que juegan un papel mucho más relevante que en el MAB ya que también pueden actuar como asesores registrados. Por último, el AIM cuenta con otra figura singular en el mercado que es conocida como “*market specialist*” o especialistas de mercado entre los que se incluyen intermediarios que puedan participar en el proceso de salida y cotización en el mercado. Entre ellos se encuentran abogados, contables o relaciones públicas cuya misión radica en dar apoyo y asesoramiento a las empresas.

Respecto a la flexibilidad que ofrece el mercado, es reseñable la no exigencia de antigüedad mínima de las empresas a la hora de cotizar y la no existencia de restricciones a la transmisibilidad de acciones, 2 factores que favorecen la toma de decisión de una empresa de comenzar a cotizar en el AIM. Otro de los aspectos destacables del AIM se encuentra en la fiscalidad. El mercado ofrece unas condiciones fiscales³¹ favorables tanto para los inversores como para las compañías. Si a todo esto le sumamos la cultura financiera existente en Londres, una de las más importantes plazas financieras del mundo, el éxito obtenido es más comprensible. La *city*, como es conocida la zona financiera londinense, ofrece amplias facilidades para el desarrollo de proyectos de inversión, así como para la captación y atracción de inversores.

A modo de resumen, en la tabla 8 se muestra una comparativa de las características más relevantes del MAB respecto al AIM.

³⁰ La **Bolsa de Londres** (London Stock Exchange-LSE) es la bolsa de valores localizada en Londres, Inglaterra. Fue fundada en 1801, y actualmente es una de las bolsas de acciones más grandes del mundo. Muchos de sus valores son internacionales pero cuenta también con numerosos valores de compañías británicas.

³¹ Este punto en concreto lo trataremos, en la última parte de este trabajo, como medida de interesante aplicación para el MAB y su potenciación.

Tabla 8. Tabla comparativa características MAB-AIM:

	MAB	AIM
Organiza/regula	Bolsas y Mercados Españoles	Bolsa de Londres
Dirigido a	Empresas pequeñas y medianas en crecimiento	Empresas pequeñas y medianas en crecimiento
Zona geográfica	Empresas nacionales o empresas internacionales con intereses empresariales o registradas en España	Mundial
Agentes del mercado	Asesor registrado	Nomad Broker Market Specialists
Acceso al mercado	- Oferta pública de venta (OPV) - Sin OPV	- Oferta pública de venta (OPV) - Sin OPV
Tamaño del mercado a 31/12/2014	26	1104
Tamaño mínimo	Free-float: 2 millones	No se exige
Accionistas	No se exige mínimo	No se exige mínimo
Historia de la empresa	No exige, pero: - Productos o servicios tienen que estar en el mercado. - No se admiten empresas en fase de elaboración o diseño.	No exige antigüedad.
Incentivos fiscales	No existe legislación a nivel estatal que beneficie a los participantes en el mercado.	Si, tanto para las empresas como para los inversores que coticen en bolsa.

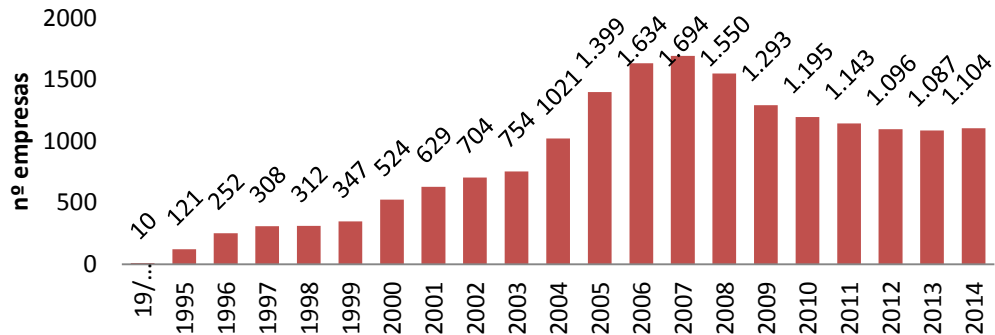
Fuente: Revista de bolsa, mayo 2007, y elaboración propia

Seguidamente procederemos a analizar los principales indicadores del AIM, lo que nos permitirá obtener una idea de su evolución.

El AIM echó a rodar en junio de 1995, con solo 10 empresas británicas. Sin embargo, a finales de ese año ya contaba con 121 empresas. Un dato que muestra el crecimiento exponencial que vivió el mercado y las expectativas que se tenían es que en ese primer año hasta 40 empresas que cotizaban en el mercado oficial del London Stock Exchange pasaron a cotizar en el AIM. Es decir, empresas con poca transcendencia en el primer mercado decidieron bajar un escalón donde pudieran obtener una mayor cuota de mercado, aumentando su visibilidad y sus expectativas de crecimiento. En el caso del MAB, aún no se ha dado esta situación pese a que por el perfil y tamaño algunas de las compañías, sobre todo las que se encuentran en el Ibex SmallCap, podrían pasar a

cotizar un escalón por debajo en el MAB, ya que se trata de compañías con poca visibilidad en el mercado debido a su escaso crecimiento.

Gráfico 27. Número de empresas en el AIM

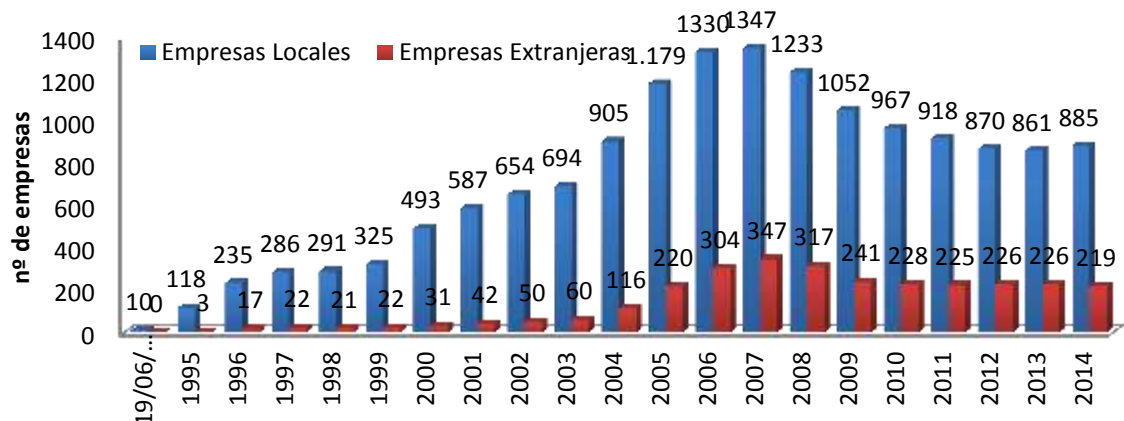


Fuente: Market Statistics AIM – London Stock Exchange

El gráfico 27 nos muestra como hasta el 2007 el AIM crece de una manera continuada, una vez superada la crisis bursátil global de las puntocom y que el mercado pasó a ser un mercado autorregulado. El año con mayor número de admisiones se dio en el 2005 con 519, mientras que en el 2007 se establece el máximo número de empresas cotizando hasta el día de hoy con 1694 compañías. Desde entonces se puede observar la repercusión que ha tenido la crisis financiera de estos últimos años en el número de empresas en el mercado, que ha ido descendiendo paulatinamente, de manera que a finales de 2014 el número de empresas era de 1104.

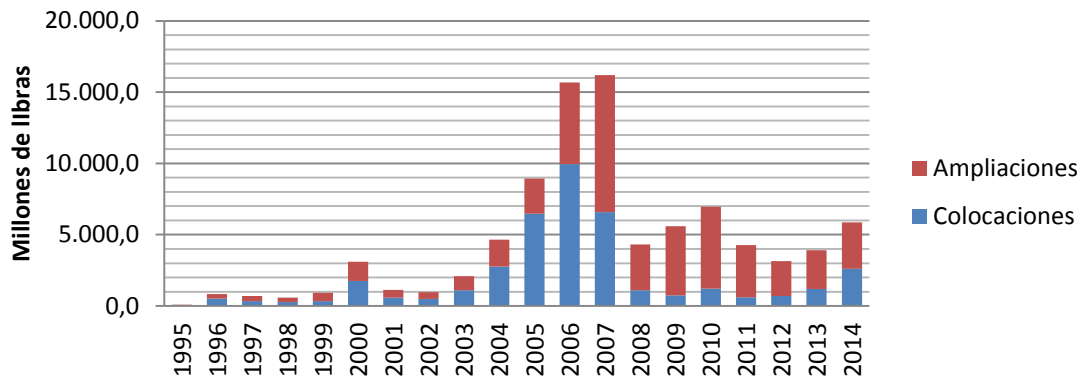
En el gráfico 28 se muestra además el peso que han ido adquiriendo poco a poco las empresas internacionales en este mercado. Y es que en el año 2014 casi un 20% del total de las empresas eran extranjeras, lo que lo convierte en el mercado alternativo por excelencia para cualquier empresa con fuertes planes de expansión. La visibilidad que aporta tanto desde un punto de vista comercial como industrial, es uno de los factores claves que llevan a muchas empresas internacionales a cotizar en el AIM.

Gráfico 28. Clasificación empresas AIM



Fuente: Market Statistics AIM – London Stock Exchange

Gráfico 29. Relación colocaciones-ampliaciones AIM

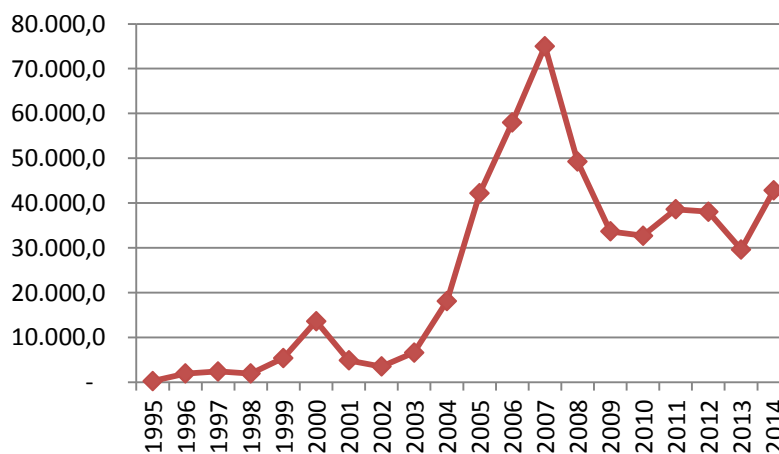


Fuente: Market Statistics AIM – London Stock Exchange

En cuanto a los fondos que han sido captados por las compañías, en el gráfico 29 se puede observar como el auge del mercado se produce de manera destacable a partir del año 2003, cuando los parques bursátiles volvieron a estabilizarse después de la crisis de las puntocom, y la relevancia que han ido adquiriendo las ampliaciones de capital como vía de captación de fondos para las empresas. Y es que a partir de 2007, año en el que se inicia el descenso en el número de las empresas cotizadas en el AIM, las ampliaciones pasan a tener más peso que las colocaciones iniciales, debido al consecuente descenso de estas últimas.

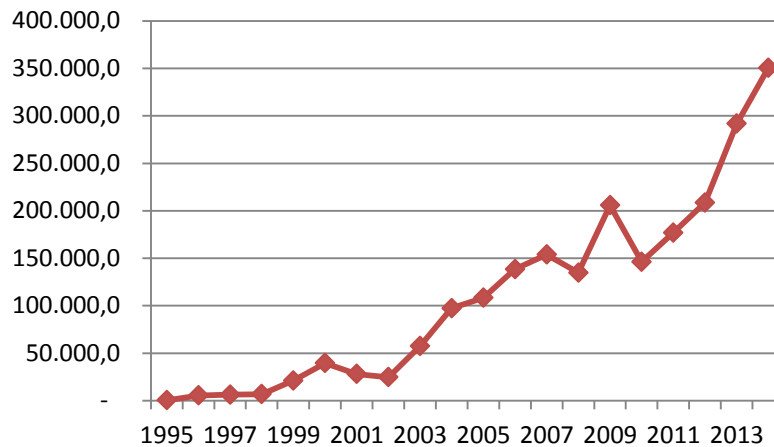
En los gráficos 30 y 31, se muestra el volumen de contratación del mercado. El volumen de contratación en términos monetarios se ha visto reducido considerablemente respecto al crecimiento que se venía produciendo desde el 2002 hasta el 2007, produciéndose un desplome respecto a las cifras que se movía el mercado. Sin embargo, en términos de número de acciones sigue al alza, pese a la caída de su volumen total en el mercado.

Gráfico 30. Volumen negociación AIM (millones de libras)



Fuente: Market Statistics AIM – London Stock Exchange

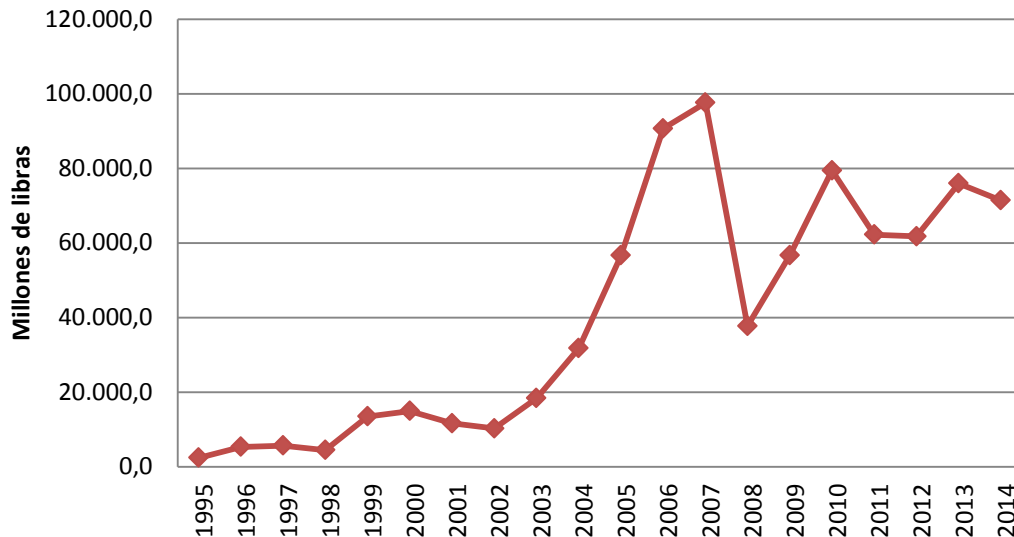
Gráfico 31. Volumen de contratación AIM (en millones de acciones)



Fuente: Market Statistics AIM – London Stock Exchange

Por otra parte la capitalización ha seguido una tendencia muy similar al volumen de contratación en términos monetarios y al número de empresas cotizantes. En el gráfico 32 podemos observar como el máximo de capitalización bursátil con una cifra de 97561 millones de libra, está vinculado al record de empresas del año 2007. Por ponerlo en contexto, a cierre del 2014, aplicando el tipo de cambio de esa fecha, la valoración de la capitalización bursátil del AIM era de 91931 millones de euros por los 1792 millones de euros que marcó de record el MAB en España.

Gráfico 32. Capitalización AIM (millones de libras)

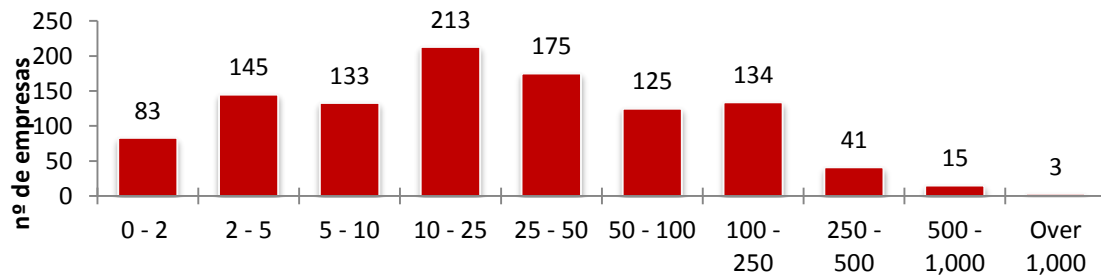


Fuente: Market Statistics AIM – London Stock Exchange

Si analizamos la distribución del número de compañías en función de la capitalización de cada una de ellas, en comparación con el MAB existe una mayor heterogeneidad en la valoración de las empresas y una gran cantidad de empresas cuya valoración ronda los 25-100 millones de libras. Una vez superadas esas cifras, las empresas del AIM suelen aprovechar el movimiento del “ascensor” que existe en el parque inglés para dar el salto al primer mercado. En 2014, por ejemplo, 5 empresas

ascendieron al *Main Market*, y otras 8 bajaron de categoría desde el primer mercado. Esta conexión entre los 2 mercados, permite a empresas con altas cotas de desarrollo poder afianzarse en un mercado con mayor capacidad de crecimiento y atracción de inversores.

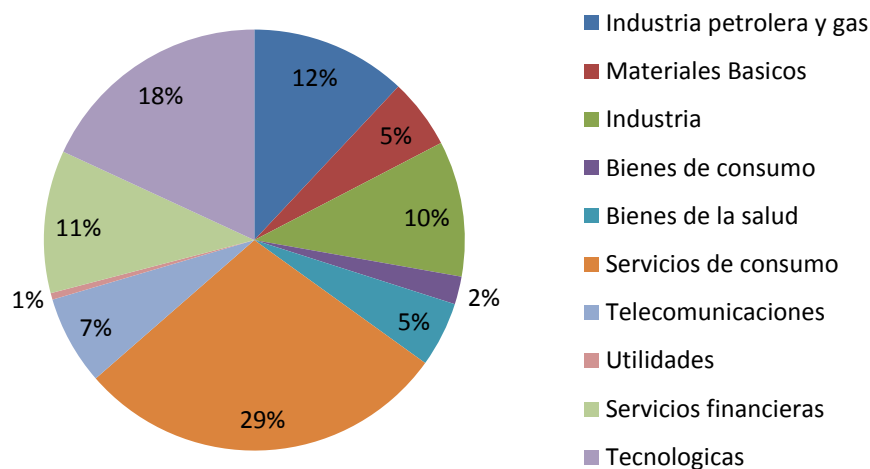
Gráfico 33. Distribución del número de compañías por capitalización (en millones de libras)



Fuente: Market Statistics AIM – London Stock Exchange

Por último, en el gráfico 34 se muestra la distribución sectorial según la capitalización bursátil del AIM en el último año 2014. En él se observa la heterogeneidad que existe en el mercado gracias al gran número de empresas y su diversidad y distinta procedencia. Los servicios de consumo y las tecnológicas son los que mayor peso engloban, gracias a la valoración de las distribuidoras de productos o “retailers”, en el primer caso, y a la industria del software y ordenadores en el segundo. También es interesante el peso relativo que tienen en el mercado los servicios financieros de pequeños bancos y agencias. Un sector que aún no aparece representado en el MAB, ya que en España la presencia de este sector en los mercados corresponde únicamente a los grandes bancos y aseguradoras.

Gráfico 34. Distribución sectorial AIM



Fuente: Market Statistics AIM – London Stock Exchange

Para finalizar con el análisis del AIM cabe destacar el impacto que tiene el Mercado en su economía. En el año 2009 el AIM y sus compañías contribuyeron con 12 billones de libras al PIB, 1,8 billones fueron a las recaudaciones de hacienda del país, y se estima que los empleos directos creados a través del AIM fueron más de 250.000. Por ello, pese a que es evidente que todas las empresas que han cotizado a lo largo de su historia no han tenido el éxito esperado o habrán fracasado, los hechos avalan la trayectoria de éxito y de crecimiento de muchas otras y la consiguiente generación de riqueza y beneficio social para la economía del país en su conjunto.

3. EL MAB EN LA ACTUALIDAD

En esta última parte, intentaremos situar al mercado, y ponerlo en contexto de cara a sus posibilidades de crecimiento en el futuro. Realizaremos un repaso de 2 de las experiencias más significativas del mercado, lo que nos permitirá destacar los aspectos a mejorar de cara al futuro, así como remarcar otros en los que el mercado puede ser considerado positivamente. Por último, finalizaremos este apartado con un resumen de ideas y propuestas de cara a la mejora del MAB en el futuro.

3.1. SITUACIÓN ACTUAL DEL MERCADO

Después de los momentos turbulentos acontecidos en el MAB, el mercado parece que paulatinamente quiere recuperar la estabilidad y tranquilidad que le permita volver a la senda del crecimiento y expansión del mercado.

Observando las cifras, es cierto que el mercado ha sufrido un duro golpe, después del caso Gowex, y las cifras del mercado siguen sin ser notables. El mercado acumula una rentabilidad negativa en este 2015. A excepción de algún caso positivo de empresas como MASMOVIL-IBERCOM y Altia, la mayoría de empresas han observado como los precios de sus acciones han oscilado a la baja.

Además, el volumen de contratación ha caído un 38,94% en el primer semestre de 2015, en comparación a los datos en el mismo periodo del año anterior. Por otro lado, la capitalización conjunta del mercado se ha visto reducida notablemente, en gran parte por la pérdida de valor de los grandes dominadores del mercado como eran Carbures y Gowex.

MásMóvil ahora es el grupo líder de esta bolsa, con una capitalización superior a los 200 millones de euros, seguido por Carbures y el grupo de comunicaciones Secuoya, que se ha revalorizado más de un 110% a lo largo de 2015.

El dato positivo a destacar es la incorporación de 5 empresas nuevas al mercado, y se espera que 2015 cierre con alrededor de 10 incorporaciones al mercado, con pronósticos de que el mercado cuente con 35 empresas a finales de 2015.

Más desmesurados son los pronósticos presentados por la AEMAB³², la asociación de empresas del MAB, en el que proyectan un MAB con alrededor de 250 empresas y 1000 millones de objetivo para 2020, en lo que a volumen de financiación a través de ampliaciones de capital se refiere. Unas cifras, inalcanzables si nos atenemos a la tendencia desde su creación, además de que el mercado necesitaría ciertos cambios en su estrategia de funcionamiento como mercado para poder lograrlos.

³² La Asociación de Empresas del Mercado Alternativo Bursátil (AEMAB) es una entidad privada sin ánimo de lucro que promueve y defiende los intereses de este mercado y sus empresas cotizadas.

3.2. CASOS PARTICULARES

3.2.1. Gowex

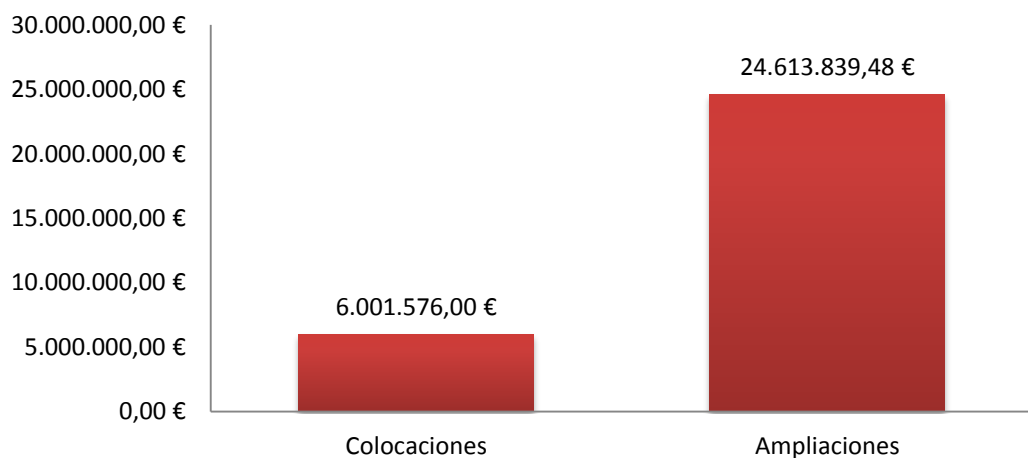
Gowex ha sido para muchos el paradigma del éxito empresarial y el modelo de emprendimiento *made in Spain*, del que aprender y del que fijarse en época de graves crisis, de austeridad y de atonía de los mercados. Gowex era, hasta junio de 2014, el ejemplo de la innovación española y su presidente, Jenaro García Martín, el modelo de emprendedor a imitar. Su negocio crecía exponencialmente año tras año, pero solo sobre el papel. Desgraciadamente, esta experiencia de crecimiento empresarial emprendedor ha terminado convirtiéndose en una historia sobre la especulación bursátil y el falseamiento contable, que ha terminado dañando la imagen del MAB y del mercado bursátil español.

La empresa Let's Gowex, fundada en 1999, es una empresa que opera en el sector de las telecomunicaciones. Inicialmente dedicada a actividades de compraventa de capacidad de telecomunicaciones en España, empezó a partir de 2004 a dedicarse a las comunicaciones basadas en WiFi. En 2009 se enfocó en su negocio actual: la instalación de zonas de conexión wifi gratuitas en espacios públicos como calles, estaciones o quioscos.

El 12 de marzo de 2010 se convierte en la segunda compañía en debutar en el MAB, a un precio de 3,5€ la acción, que ya entonces era un 20% inferior al precio orientativo. Según declararon fuentes de Gowex, la idea era atraer inversores a medio y largo plazo. Objetivo que consiguió a través de las vías ampliaciones de capital que realizó a lo largo de sus 4 años de trayectoria en el mercado.

En el gráfico 35 se detallan los fondos captados por la empresa tecnológica a lo largo de su recorrido en el MAB. Con más de 30 millones de euros captados, es la segunda empresa que más financiación ha logrado de los inversores del MAB.

Gráfico 35. Fondos captados por Gowex



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

Respecto al crecimiento de Gowex, los datos contables que fue presentando la empresa mostraban un crecimiento imparable tal y como muestra la tabla 9, el cual finalmente se ha demostrado irreal. En las cuentas de 2013, Gowex declaró una cifra neta de negocio de 182,6 millones de euros, lo que supone un 174% más que los 66,6 millones declarados en 2011. Es decir, los beneficios de Gowex se habían disparado en los años más duros de la crisis, justo cuando más sufrían las empresas españolas y el país estaba a punto de ser rescatado. Y es que hay que tener en cuenta que gran parte de los ingresos recurrentes de la compañía procedían de instituciones públicas, las cuales veían seriamente recortados sus presupuestos y dotaciones destinadas a la inversión pública durante ese periodo.

Tabla 9. Resultados anuales Gowex (2011-2013)

Resultados Anuales	2011	2012	2013
Importe Neto Cifra Negocios	66.697.902,00 €	114.335.502,00 €	182.623.093,00 €
Ebitda	16.517.015,00 €	30.846.327,00 €	52.983.232,00 €

Fuente: CCAA de Gowex

Estos resultados, se plasmaron en su cotización en el mercado, que pasó de los 3,5 euros de sus inicios al saltar al MAB, hasta los 26 euros de máximo histórico que marcó el 3 de abril de 2014. En el gráfico 36 se observa la trayectoria de su cotización, y cómo a partir del año 2013 la burbuja que se estaba gestando crecía sin parar (gráfico 36).

Gráfico 36. Cotización histórica Gowex



Fuente: Invertia.com

En términos de capitalización llegó a ser la mayor tecnológica española por valor en bolsa hasta junio (1.400 millones de euros), con permiso de las operadoras Telefónica y Jazztel (telecomunicaciones) o la consultora Indra (defensa), y su peso en el MAB llegó a ser de más del 50% sobre toda la capitalización del mercado.

La burbuja estalla tras conocerse, en primer término, el contenido del informe presentado por *Gotham City Research*³³, el cual advertía de graves irregularidades contables, depreciando el valor de sus títulos hasta los 0 euros. Acto seguido, se acuerda la suspensión de su cotización en el MAB, a un precio de 7,92€. La cotización se desplomó un 46,21% y se negociaron 57,25 millones de euros en un solo día. Tras varios días de tensión y desconcierto en el mercado, el presidente de la compañía, Jenaro García³⁴, confesó el 6 de julio que había falseado las cuentas.

La consultora americana *Gotham City Research* en su informe concluye que las acciones de Gowex no valen nada y que el 90% de los ingresos son irreales. Su estimación era que la facturación alcanzaba los 8 millones de euros, y vaticinaba que los títulos serían suspendidos, como así sucedió. Las claves que llevaron a estas conclusiones a la consultora americana son las siguientes:

A.- Ingresos.

De lo primero que se extraña Gotham es que ninguno de los competidores de Gowex (*Boingo, iPass, TowerStream*) haya sido capaz de ganar dinero ofreciendo *wifi* gratis. ¿Por qué sí lo hace la empresa de Jenaro García? Tampoco tiene claro que el valor de mercado de la empresa (llegó a los 1.400 millones de euros) supere a lo que valen juntos los tres competidores anteriores, además de valorar sus ingresos anuales en 8 millones de euros, totalmente alejados de las cifras presentadas por la empresa.

B. Contratos.

El informe publicado pone en duda la veracidad de algunos contratos conseguidos por la empresa. El que más ha sonado en prensa ha sido el que tiene con la ciudad de Nueva York. La empresa comunicó a los inversores que era de 7,5 millones de euros, mientras que según Gotham la cifra real ronda los 200.000 euros. Es decir, facturas con importes inflados.

C.- Puntos de conexión.

También conocidos como '*hotspot*' son clave para saber de dónde llegan los ingresos, pero la empresa no hace públicos cuántos tenía, algo que no entiende la consultora estadounidense. De acuerdo con el informe, Jenaro García dijo a Gotham que llegaban a 100.000, pero los analistas calculan que son 5.530 puntos.

El caso Gowex ha puesto de manifiesto las carencias de nuestro régimen de supervisión bursátil y, en particular, de un MAB, en el que las herramientas de supervisión no han funcionado. En un mercado de estas características, la

³³ Es una consultora estadounidense, pero que no se puede decir que sean analistas ni tampoco inversores, aunque por su forma de operar se parecen más a un '*hedge fund*'. Las posiciones cortas son las que se toman intentando sacar beneficio de la caída de un valor.

³⁴ La confesión de Jenaro García se produjo mediante a comunicación de un hecho relevante remitido al MAB en la madrugada del 5 al 6 de julio. Reconocía que "las cuentas de la Sociedad de, al menos, los últimos cuatro años no reflejan su imagen fiel" y se atribuía "la autoría de esta falsedad".

transparencia de las PYMES es de vital importancia, dada las dificultades de acceso a la información que puedan tener los inversores. Pese a que podemos calificar este caso como una estafa o fraude provocado por uno de los intervinientes, el papel que directa o indirectamente hayan podido tener en todo este despropósito BME, la CNMV, el MAB, los auditores de Gowex, el asesor registrado y las casas de análisis debe ser analizado depurando responsabilidades en función del grado de culpa atribuible a cada uno.

Al cotizar en el Mercado Alternativo Bursátil (MAB), que es un mercado autorregulado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores solo puede vigilar que haya transparencia, por ello la labor de supervisión recae en el propio MAB. De hecho, fue el MAB quien decidió no suspender los títulos hasta pasadas 48 horas después del informe, al considerar que el mercado tenía información suficiente.

Además de los supervisores, el caso ha puesto en entredicho el papel de los auditores y en particular, la del asesor registrado, figura creada para asistir a las empresas a salir al mercado y velar por que las empresas cumplan con sus obligaciones. Las cuentas de Gowex han sido auditadas por la firma M&A Auditores, mientras que el asesor registrado es Ernst & Young (E&Y).

Respecto a las firmas de análisis, pocas firmas de valoración cubrían a Gowex, pero ninguna vio venir lo que sí puso de relieve *Gotham Citi Research*. Un día después del informe de la consultora estadounidense, la casa de análisis *N+1* tenía a Gowex con nota de comprar y un precio objetivo de 23,4 euros, aunque cambió esta nota a "bajo revisión" con fecha 4 de julio. En *JB Capital Markets* también tenían a la empresa "bajo revisión" desde el 3 de julio, pero antes recomendaban 'comprar' con precio objetivo de 25 euros por título. Y en *Aurel-BGC*, más comedidos, marcaban un precio objetivo de 17,5 euros con nota de 'mantener'.

Precisamente para tratar de atajar este tipo de situaciones, el último año también ha dejado un buen número de reformas normativas en torno al MAB. La actividad de todos los actores que forman parte de este mercado está ahora mucho más vigilada, como demuestran los tres meses que Carbures estuvo sin cotizar ante las dudas que suscitó la formulación de sus cuentas y que desembocaron en su posterior hundimiento bursátil. Sin embargo, en opinión de Antonio Romero-Haupold, presidente de la Asociación de Empresas del Mercado Alternativo (AEMAB), ahora las empresas "*están más auditadas incluso que las grandes empresas del Ibex*".

La Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial o la Ley 22/2015, de 20 de julio de Auditorías de Cuentas, introducen cambios que persiguen ese propósito al reforzar las capacidades supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) al pasar a considerar a las empresas que coticen en el MAB como entidades de interés público, con lo que se endurece el control sobre las auditorías que se practican a estas compañías. Estas deberán tener un Comité de Auditoría, con consejeros no ejecutivos de la compañía, que supervise toda la información financiera remitida por el auditor y vele por unas buenas prácticas dentro de la empresa en materia de elaboración de cuentas. Estas medidas buscan volver a

recuperar la confianza de los inversores en el mercado, para que pueda producirse el correcto funcionamiento del mercado, y a su vez profesionalizar la gestión de las empresas participantes en el MAB.

3.2.2. MasMovil-Ibercom

Sí Gowex destaca como la nota negativa del MAB a lo largo de sus 6 años de vida, MasMovil Ibercom es una de las experiencias más positivas que nos deja el mercado, y que permite creer en la viabilidad y futuro de este, cumpliéndose el principal objetivo para el que esta creado el MAB: convertirse en una herramienta alternativa de financiación de las Pymes, que les permita crecer en su proceso de expansión y crecimiento.

Ibercom nació en 2007, de la mano de inversores guipuzcoanos, como proveedor de servicios de acceso a internet y data center. En 2006 dio el salto a telefonía móvil (como operador virtual) y en 2007 entró en las comunicaciones fijas de voz con la compra de Tiscali. En 2012, asesorado por Norgestión, dio el salto a Bolsa, al Mercado Alternativo Bursátil (MAB), momento en que su facturación apenas era de 7,37 millones y sus 'ambiciosos' planes de crecimiento aspiraban a lograr 33,5 millones en 2015.

Debutó a un precio por acción de 3,92 euros, captó 2,5 millones de euros y la capitalización inicial de la empresa fue de 15,8 millones de euros. A partir de su debut en bolsa, y tras un año con muchas dudas y con los inversores perdiendo en cierta manera la confianza depositada en la empresa unos meses antes, vino el cambio radical en Ibercom. Se convirtieron en operador móvil virtual (OMV) y vieron en el crecimiento inorgánico una manera clara para crecer. Necesitaban para crecer vía adquisición de empresas bastante capital. Lo consiguieron gracias al MAB, a ser una empresa cotizada y al proyecto que presentaron a los inversores y comenzaron a crear lo que hoy es la compañía, queriendo disputar el quinto puesto en España como operador global de telecomunicaciones.

El salto claro de dimensión como empresa fue la adquisición o unión de fuerzas de Ibercom con MásMóvil creando el grupo MásMóvil Ibercom (en adelante Grupo MásMóvil). Este crecimiento inorgánico vía adquisiciones hubiera sido imposible sin una herramienta como el MAB. Gracias a los fondos captados a través de las ampliaciones de capital realizadas, la empresa ha podido llevar a cabo estas operaciones de crecimiento. Además de la financiación obtenida, las ampliaciones permitieron a la empresa la utilización de esas nuevas acciones a modo de canje en las operaciones corporativas.

En el grafico 37 se muestra la financiación obtenida por MASMOVIL IBERCOM a lo largo de su trayectoria en el MAB.

Gráfico 37. Financiación obtenida por MASMOVIL IBERCOM



Fuente: Mercado Alternativo Bursátil

La compañía ha visto cómo sus resultados han tenido un incremento sustancial sobre todo a partir de 2014, con la creación del nuevo grupo. En 2013 tuvo una cifra de negocio de unos 7 millones de euros cuando un año después, en 2014, la cifra de negocio asciende a 77 millones de euros. El EBITDA por su parte pasa de aproximadamente un millón de euros en 2013 a 3,7 millones de euros en 2014. Además en su plan de negocio, proyecta un incremento del EBITDA del 50% para 2015. En la tabla 10 se muestran los resultados de los últimos años.

Tabla 10. Resultados anuales MASMOVIL Ibercom

Resultados Anuales	2011	2012	2013	2014
Importe Neto Cifra Negocios	6.235.980,00 €	7.375.539,00 €	7.764.631,00 €	77.005.000,00 €
Ebitda	1.045.520,00 €	113.158,00 €	1.074.886,00 €	3.730.000,00 €

Fuente: CCAA de IBERCOM e informes Mabilia

El crecimiento de la empresa se ha traducido también en la valoración de sus acciones, siendo unas de las que mayor revalorización ha tenido. Desde el segundo semestre de 2013, la compañía ha visto como el precio de sus acciones se incrementaba hasta rozar su máximo histórico de 24,35€ en 2014. Pese a todo, al igual que la mayoría de compañías del mercado el rally de subidas se detuvo en la segunda mitad de 2014 con el caso Gowex, cerrando 2014 en 13,50 €. En 2015 las acciones de la empresa continúan al alza, superando los 20€, lo que acumula más de un 400% de revalorización desde que salió a cotizar (gráfico 38).

La historia de MASMOVIL demuestra como una empresa valorada en 15,8 de millones de puede pasar a superar los 250 millones (en términos de capitalización), con un proyecto de negocio sólido, en el que busca consolidarse como el quinto grupo de telecomunicación detrás de los grandes (Telefónica, Vodafone, Orange y Yoigo). Entre sus próximos objetivos está el convertirse en la primera empresa en dar el salto al Mercado Continuo, lo que supondría un gran empuje para el MAB en su conjunto.

Gráfico 38. Cotización acción MASMOVIL



Fuente: Invertia.com

Para finalizar con el análisis de la experiencia de MasMovil, contaremos la experiencia y la valoración subjetiva de la empresa, desde un punto de vista más cercano al mercado. Para ello en las siguientes líneas resumimos la charla que mantuvimos con el vicepresidente de MasMovil, José Poza. A lo largo de ésta, nos contará la experiencia de su empresa en el MAB, y nos relatará como han vivido los hechos más relevantes del mercado desde dentro. Finalmente nos detallará la situación de algunas de las propuestas para el mercado que se detallan a lo largo de este trabajo.

ENTREVISTA CON JOSÉ POZA (Vicepresidente de MasMovil Ibercom)

P. El 30 de marzo de 2012 Ibercom salta al MAB, con un precio de 3.92€ y una capitalización inicial de 15,8 millones. A 31/08/15 la empresa cotizaba por un valor de 22,97 €, y una capitalización de más de 270 millones. ¿Cree que la compañía sería lo que es hoy en día si en el año 2012 no hubiera salido a cotizar al MAB?

R. Imposible. El MAB lo que busca son empresas con mucho recorrido y proyectos de expansión a las que les falte financiación para llevarlo a cabo. En nuestro caso nos pasaba exactamente eso. Nosotros somos una empresa que lleva funcionando desde el año 1997, durante ese proceso vas notando que es imposible traspasar ciertos límites o techos. Ya no somos una Start up o una Pyme en sus inicios. Te vas dando cuenta de que pasar al siguiente escalón, significa hacer frente a nuevas inversiones. En nuestro caso íbamos a abordar la telefonía móvil y eso implica un plan de inversiones muy potente. Y la única manera de llevar a cabo esos proyectos era acudiendo a fuentes de financiación.

P. ¿Por qué el MAB?

R. A lo largo de la vida de la empresa hemos acudido a las entidades financieras, y las hemos considerado como socios de la compañía desde el minuto cero. Cada 3 años aproximadamente nos planteábamos un plan estratégico y durante 12 años (en 4

ocasiones) lo hemos ido cumpliendo sistemáticamente. Este plan estratégico era presentado a las entidades financieras: este es nuestro plan, vamos a requerir este capital, necesitaremos 2-3 años para asentarnos, y dentro de 3 años nos sentamos y volvemos a hablar. Todo este proceso lo hemos llevado a cabo exitosamente hasta en 3 ocasiones. Sin embargo la cuarta vez debido al estallido de la crisis en 2008 la situación cambió radicalmente. Volvimos a las entidades de siempre que habían confiado en nosotros. Les presentamos el nuevo plan para entrar en el mercado de la telefonía móvil. El mercado tendía hacia la convergencia, y estar en el nicho de la telefonía móvil era vital si queríamos tener oportunidades de crecimiento. Había que estar sí o sí, sino nos quedábamos fuera del mercado. Pero, en esos momentos la banca, pese a la confianza y la credibilidad que ya nos habíamos ganado en años anteriores, no estaba para prestar dinero. Se cerró el grifo literalmente para cualquier tipo de proyecto. Dada la situación tuvimos que empezar a buscar, otras alternativas de financiación: capital riesgo, financiación externa, aportaciones de nuevos socios... Y finalmente la pieza que mejor encajó fue el MAB. Recién creado, empezamos a mirarlo, lo estudiamos y finalmente nos decidimos a dar el salto.

P. ¿Se podría decir que fue una decisión arriesgada, dada la reciente creación del mercado y la poca experiencia de empresas que había en ese momento?

R. Absolutamente, pero pese a todo, tras analizar todos los factores, era el que más tranquilidad nos aportaba, en cuanto a la estabilidad que garantizaba al equipo gestor que había llevado la empresa hasta ahí. Por ejemplo, si hubiéramos optado por el capital riesgo, hubiéramos corrido el riesgo de las injerencias y aportaciones que pudieran hacer desde el grupo inversor. En ocasiones aportaciones de valor y positivas seguramente, pero podríamos correr el riesgo de injerencias que repercutieran no tan positivamente en el proyecto que manejábamos. Ante esta situación, el MAB nos daba la libertad absoluta: el mercado nos aportaba el capital que buscábamos, con unos socios con una idea más cercana a la de socio-capital, donde el socio te deja trabajar a la espera de los resultados, lo que fue finalmente nos llevó a dar ese paso.

P. ¿Le ha resultado difícil a la empresa adaptarse a un mercado bursátil, desde el punto de vista de la profesionalización en la gestión de empresa, y el cambio que supone pasar de ser una pequeña Pyme a una empresa de mayor tamaño?

R. El recorrido de la compañía no es solo un crecimiento orgánico en cuanto a cifras y resultados financieros se refiere, que es lo que a todo el mundo le gusta oír: mejores resultados, mayor facturación, mas Ebitda... No, el paso también fue gigante desde el punto de vista de la profesionalización de la empresa. Nosotros cuando empezamos esta andadura, las decisiones se tomaban de una manera más improvisada o informal. Los simulacros de consejo de administración que realizábamos se hacían como estamos tu y yo ahora mismo tomando un café por ejemplo. Era una PYME pequeña y las decisiones se tomaban cuando fueran necesarias. Ahora la situación es distinta, es una compañía que se ha profesionalizado, tiene un consejo de administración, consejeros independientes, el organigrama y estructura está muy bien definida y todas las personas que componen la compañía se han ido especializando. De alguna manera, el MAB nos ha permitido crecer económicamente hablando, pero sobre todo nos ha

permitido crecer como empresa, ya que la empresa que teníamos en aquel entonces y la de hoy en día poco o nada tienen que ver. Toda esta transformación conlleva un proceso muy importante de cambio de mentalidad en toda la compañía.

Ahora mismo tendríamos los mimbres para poder hacer de esta compañía lo grande que fuera necesario, y hace 8 años éramos una Pyme.

P. Todos estos cambios en la estructura de la empresa también conllevan mayores costes.

R. Si también, pero en nuestro caso esto no ha supuesto tanto coste económico, ya que no hemos hecho demasiado uso de asesorías externas. Implica mayor coste de tiempo en cuanto a la racionalización y comprensión de la nueva situación por parte de los equipos. Este paso era obligatorio si no queríamos morir en el intento de crecimiento de la empresa. Seguimos manteniendo ese ambiente y esencia familiar que tenía la empresa en sus orígenes, pero el nivel de profesionalización de la empresa es mucho mayor.

P. 2014 fue un año complicado para el MAB por todo lo acontecido en relación al caso Gowex y la suspensión de Carbures. ¿Cómo cree que ha afectado estos hechos al mercado? ¿Y a su empresa en particular?

R. Mal, fatal. Si analizas la gráfica de cotización de nuestra empresa y del resto de empresas del MAB, esos hechos se ven claramente reflejados en todas las cotizaciones. Respecto a esto hay una queja que hemos extendido al MAB, y es que, las consecuencias de los malos actos de los demás, repercuten en los que no los hacen. Esas empresas tras conocerse los hechos fueron suspendidas, pero las demás compañías seguimos cotizando y fuimos de alguna manera quienes recibimos el “palo del mercado” por el hecho de estar abiertos. Es cierto, que una vez que esa compañía vuelve a abrirse al mercado, recibe su correctivo. Pero mientras el pánico y el miedo imperan en el mercado, el daño lo sufren las compañías que cotizan. Gowex también cotizaba en el NASDAQ americano, y allí nadie se ha roto las vestiduras diciendo que el mercado es malo, ni se pone en tela de juicio el mercado como vehículo de inversión. El problema no es el mercado, es quien mal usa el mercado. En el mercado entra gente que cumple las normas y otras que no, que no deja de ser más que un reflejo de la sociedad al fin y al cabo. El señor de esa compañía ha actuado mal y pagará por ello, pero no castigamos por ello a todo el mercado. Pero como el miedo es una de las variables que más influyen en el dinero y en las inversiones, se ha optado por castigar a todo el mercado, sin entrar a analizar o no si era un mal endémico del mercado o un caso aislado. El MAB ha sufrido por el miedo y el no conocer el devenir de mercados similares en otras partes del mundo. Por ello espero que este tipo de hechos sirvan para aprender de ellos, y no acabar con el MAB, ya que creo que es muy necesario.

P. Si nos atenemos a los últimos datos (31/08/15) MasMovil acumula una revalorización del 485%, y es líder en términos de capitalización. ¿Cuáles has sido para usted las claves en la evolución de cotización de MasMovil?

R. La clave fundamental de este crecimiento es la base del proyecto en si. Según esos datos la empresa se habría revalorizado casi un 500%, es decir por 5, espectacular. Y además la empresa ha pasado de facturar 8 millones a facturar 180 millones de euros. Eso significa que se ha multiplicado por 25. Lo que deja entrever que el crecimiento del valor de la compañía no va acompasado con el crecimiento de la compañía. Por lo que, aunque la revalorización sea espectacular, yo creo que aún tiene más recorrido. En definitiva, ¿a qué se debe este éxito? A un reflejo de la realidad de la empresa ni más ni menos. No a fuegos artificiales que pueda haber habido en otras compañías, como Gowex. Si analizas la historia de MasMovil se trata de ir cumpliendo cada hito que la compañía se ha ido planteando en el proceso de expansión del negocio. Pese a todo seguimos siendo una empresa que conlleva riesgo, derivado de los fuertes planes de inversiones que estamos realizando. Todo el beneficio que obtiene la compañía vuelve a reinvertirse en el negocio, para conseguir llegar a esa meta que nos hemos fijado de convertirnos en cuarto teleoperador nacional.

P. 6 años después del inicio del MAB, parece que al mercado le cuesta tomar el impulso que le permita consolidarse como un mercado eficiente. ¿Qué medidas cree que deberían de tomarse en el corto plazo para darle un impulso definitivo al mercado?

R. Es complicado ya que cuando surgen escándalos como el de Gowex, se pone en tela de juicio a todo el mercado. Lo principal y lo más conveniente sería que el mercado entrara en una fase de tranquilidad. Pero esto va a ser imposible, ya que la directiva y vocación principal del MAB es que es un mercado en expansión, es decir, una especie de capital riesgo en bolsa. Empresas que creen que tienen un gran proyecto, y quieren crecer mediante la inyección de liquidez van a poder llegar a ese objetivo. Si fuera así de sencillo no sería capital riesgo, sino que simplemente se trataría de inversión “pura y dura”. Habrá ocasiones donde la empresa no llegará al objetivo x de ventas, o no cumplirá x objetivo del plan de negocio. Y seguiremos escuchando malas noticias alrededor del MAB. El mercado no está estipulado para que cada empresa que entre sea un “pelotazo” o un éxito. El inversor que busque estabilidad y un mercado con poca volatilidad tiene el mercado continuo, u otros productos de inversión. Por lo que lo principal sería hacer entender lo que conlleva el MAB, altas posibilidades de crecimiento, pero eso sí, ligado a un mayor riesgo. Por otra parte, los casos de Gowex y Carbures nos han dado unas lecciones, en torno a los termómetros para medir las compañías que cotizan en el MAB. El asesor registrado y el mercado conjuntamente deben marcarse unas pautas más claras: ¿Vale cualquier auditor? Pues parece que no. Yo creo que hace falta monitorizar a las empresas del MAB para que las noticias en torno a las compañías sean lo más fidedignas posibles. Y por último, las ayudas fiscales tanto a las empresas como los incentivos a los inversores. Conceder ayudas a empresas con altas posibilidades de crecimiento y cuyos beneficios redundan en la economía de ese país es algo totalmente positivo. En la medida que estas empresas crezcan, crecerá el número de empleados que éstas contraten. Nosotros hemos pasado de una plantilla de 25 a 250 empleados. En realidad no pedimos nada diferente a lo que hacen otros mercados alternativos más maduros. El ejemplo claro es el AIM británico. Ellos son capaces de atraer talento de empresas *start up* del extranjero para que se posicionen en el mercado. Si las empresas se posicionan en ese mercado, van a

establecer su sede en ese país, van a desarrollar gran parte de ese proyecto en ese país, van a pagar una parte de sus impuestos a las arcas de hacienda de ese país, van a crear empleo... Es decir, es evidente que la economía del país sale beneficiada. En resumen, lo principal sería establecer más termómetros no para controlar, sino para monitorizar las empresas; y potenciar el mercado como puede ser a través de las exenciones fiscales.

P. Sobre esto último ¿hay alguna nueva noticia que nos pueda avanzar?

R. Hemos mantenido varios contactos con el gobierno tanto individualmente, las compañías como conjuntamente a través de la recién creada AEMAB (Asociación de empresas del MAB), para presentarles una batería de medidas para potenciar el MAB. Pero parece que ahora mismo están a otros asuntos. Después de 6 años de creación del MAB no hay manera de lograr que se promuevan medidas como la de las exenciones fiscales. Parece que el político no tiene valor para tomar una medida de este tipo, ni la sociedad está preparada para asimilar que se ayude fiscalmente a la empresa. Da la sensación que estás ayudando a los ricos, como si empresa y este último estuvieran siempre ligados. Y esto no es así.

P. La Ley de financiación de empresas que ha aprobado el gobierno este año hace referencia al MAB y a la Ley Ascensor para el trasvase de empresas al mercado continuo. ¿Puede ser el siguiente paso de MASMOVIL?

R. Ojala. Nosotros en el plan estratégico tenemos ese paso como una de las prioridades en el corto plazo. Nos gustaría que el año 2016 fuese el definitivo, pero va a ser complicado. En cierto modo nos crea cierta incertidumbre el ser los primeros, ya que significará que nos va a tocar generar el camino para las demás empresas. La ley no detalla los mecanismos para realizar ese salto. Parece que somos las empresas las que debemos de dar contenido a esa ley, y es absurdo. No se hace ninguna mención al procedimiento ni a los requerimientos, y crea la duda de si la empresa tendría que salirse de cotización y entrar en el continuo como una empresa nueva, obviando todo el bagaje del proceso de cotización que haya hecho la empresa en el MAB. Sería un despropósito, y demuestra la falta de previsión y de trabajo.

P. Centrándonos en la procedencia de su empresa, País Vasco y Guipúzcoa concretamente, se trata de la única empresa perteneciente a esta región. Teniendo en cuenta el tejido empresarial vasco y la fortaleza que están adquiriendo las empresas tecnológicas, ¿A qué cree que se debe que aparte de su empresa ninguna más se haya decidido a cotizar en el MAB?

R. Es curioso la verdad. Yo personalmente me he brindado en varias ocasiones a realizar alguna conferencia para contar nuestra experiencia, pero parece que no genera el interés que el mercado podría tener para muchas empresas de este territorio. Yo estoy seguro de que en Euskadi hay potencial de muchas compañías para cotizar en el MAB. Quizás falta un poco de pulso político, no lo sé. Guipúzcoa en concreto, es un territorio de aprendizaje industrial que lo ha demostrado durante muchos años. Pero la economía ha cambiado y el que no lo acepte se equivoca. La

nueva economía significa que tu inversor puede estar a 2000 o 20000 km de aquí, y si le gusta tu proyecto y no le das la opción a un planteamiento de ampliación de capital como te permite el MAB, y tu competencia sí lo hace, te quedas fuera. Esto es así.

P. Ya que se nos acaba el tiempo, le voy a plantear las últimas preguntas y responda con una respuesta rápida en pocas palabras ¿Qué le diría a una empresa que se está planteando salir a cotizar al MAB?

R. Que lo haga, o que se lo planteen al menos. El problema es que esto conlleva una transformación interna de la empresa, y deberán plantearse si es su proyecto o es de todos (en referencia a todos los posibles inversores que puedan entrar). Si la respuesta es la primera, entonces que no lo haga.

P. ¿Y a un inversor?

R. Que todos los guisos están buenos si les echas un poco de pimienta.

P. ¿Finalmente respecto al plan de negocio de la empresa, cuales son los objetivos y expectativas de cara a los próximos años?

R. Eso me lo reservo, no puedo adelantar nada. Debemos cumplir con la normativa y cualquier información confidencial debe publicarse mediante los hechos relevantes con carácter inmediato al universo. Los consejos de administración ahora son más prudentes que nunca, y la información que podamos transmitir tanto los miembros del consejo de administración o yo como vicepresidente, es muy limitada. Pero lo principal como te he dicho antes es seguir creciendo y convertirnos en el cuarto o quinto operador del mercado nacional y, hasta que lo consigamos, a ello irá dirigida toda la estrategia de la empresa.

3.3. RETOS Y PROPUESTAS PARA LA MEJORA DEL MAB

El MAB a lo largo de sus 6 años de vida ha demostrado dificultades y deficiencias en algunos aspectos, que han concluido a que a día de hoy nos encontremos con un mercado poco desarrollado para las expectativas existentes a sus inicios. En este punto realizaremos un repaso de las mejoras susceptibles que podrían introducirse en el MAB para conseguir el crecimiento esperado del mercado.

3.3.1. Incentivos Fiscales

La no existencia de una regulación común en lo que a incentivos fiscales se refiere a hecho que el desarrollo y fomento del mercado a día de hoy no haya sido el esperado. Otorgar beneficios fiscales a los posibles inversores del mercado, supone en cierta medida compartir el riesgo con ellos, de manera que haga más atractiva su inversión. Evidentemente ningún inversor invierte en una compañía por las ventajas fiscales que ello pueda representar, pero, la existencia de incentivos fiscales mejora los resultados financieros y permite optimizar la planificación fiscal de los inversores, al

tiempo que éstos colaboran en la financiación de proyectos empresariales de crecimiento que redundan en la economía real.

En la actualidad, únicamente 4 Comunidades Autónomas, en concreto Cataluña, Madrid, Aragón y Galicia cuentan con este tipo de medidas. Los contribuyentes de estas comunidades pueden deducir el 20% sobre las cantidades invertidas durante el ejercicio en la adquisición de acciones en el MAB con un límite establecido de 10.000€ en la cuota del IRPF. En este sentido se hace de vital importancia la extensión de esta medida, dirigida en a pequeños y particulares inversores que invirtiesen de forma estable y no de forma especulativa. En este sentido, algunas de las empresas cotizantes en el MAB han realizado solicitudes a las instituciones gubernamentales para la creación de un mercado único fiscal y que tribute el régimen general del IRPF.

Otra medida en la misma línea sería el diferimiento en la tributación de las plusvalías obtenidas por la inversión en una compañía, si ésta se reinvierte en otra compañía del MAB. Es semejante a lo que sucede en España con los fondos de inversión, donde puede traspasarse dinero de un fondo a otro y se difiere la tributación. En este caso el diferimiento sería hasta el momento en que el inversor venda y no reinvierta las ganancias obtenidas en el mercado alternativo.

El diferimiento fiscal mediante la reinversión de los beneficios en otras compañías es una medida ya existente en el AIM británico, cuyas claves de éxito se encuentran en los incentivos fiscales que le rodean. Otra de las exenciones que contempla el Reino Unido es el de las plusvalías obtenidas con tipos reducidos que pueden llegar a la exención cuando se mantiene la inversión durante 3 años. También hay ventajas para los empleados o directivos de las compañías del AIM, ya que su gravamen se reduce del 28 al 10%.

Otra de las modalidades de incentivos fiscales en el AIM son las Venture Capital Trust (VCT). Son instituciones de inversión colectiva (IIC) cotizadas en el mercado principal de la Bolsa de Londres que distribuyen sus inversiones entre un cierto número de pequeñas empresas. Una vez transcurridos tres años desde su creación, estas VCT están obligadas a mantener un mínimo del setenta por ciento (70%) de su cartera en acciones de pequeñas empresas no cotizadas en mercados regulados, lo que incluye a los valores negociados en el AIM. Esta inversión en acciones, hasta un máximo anual de doscientas mil libras, goza de una deducción del treinta por ciento (30%) de su importe en la cuota del Impuesto sobre la Renta en el ejercicio económico en curso, siempre y cuando las acciones se mantengan durante un mínimo de cinco años. Adicionalmente, los que inviertan en acciones emitidas por los VCT, ya sean nuevas o no, tendrán exención en la tributación sobre la renta por los dividendos y las ganancias de capital obtenidas de tales inversiones.

Para las donaciones y sucesiones también existen incentivos. El primero, que no se tributa cuando afloran ganancias patrimoniales por una donación de acciones de este mercado a familiares. No mientras que no se vendan. E incluso se permite una exención del cien por cien en el Impuesto de Sucesiones bajo ciertos requisitos.

Finalmente, volviendo al MAB, las compañías también apuestan por la creación de un fondo público ³⁵ que participe en las ampliaciones de capital de las empresas, que acompañe a la inversión privada. Así, este fondo no generaría presión para la obtención de resultados a corto y podría centrarse en empresas más pequeñas y con ciclos de maduración más largo, lo cual reduciría la especulación y volatilidad en el MAB. Además, tiene mayor capacidad para incorporar criterios sociales a la inversión, como la creación de empleo o el fomento de la innovación (Mariño y otros, 2012).

3.3.2. Inversión vía Fondos de Inversión

La escasa liquidez del MAB provoca que el volumen de contratación sea escaso, desincentivando el interés de los posibles inversores del mercado. Este problema podría paliarse en cierta medida, con la entrada de flujos de capital procedentes de fondos de inversión, por ejemplo. Hasta ahora, ninguna gestora de fondos o compañías de seguros ha tomado la decisión de desarrollar ningún producto especializado en el MAB, argumentando las dificultades de liquidez mencionadas, la falta de transparencia e información y la alta volatilidad a la que está sujeto el mercado. Pese a todo, la alta rentabilidad potencial que pueden ofrecer algunas de las empresas del MAB, o incluso un fondo que estuviera referenciado al índice MAB, podría ser interesante. No hay más que observar las rentabilidades obtenidas a lo largo de su trayectoria en comparación a otros índices.

El Ministerio de Economía contempla la creación de un nuevo tipo de fondo, con una nueva figura jurídica que elimine la obligación del valor liquidativo diario. Así, se daría la opción a la propia gestora para que estableciera la periodicidad de la liquidez del producto, con un plazo máximo de tres meses. El diseño de un nuevo tipo de fondo de inversión destinado en exclusiva al MAB permitiría por tanto salvar el obstáculo de la escasa liquidez, que ahora condiciona la inversión de las gestoras y limita la entrada de nuevo capital (MABIA, 2014).

3.3.3. Mayor análisis independiente

Otra de las medidas demandadas por las empresas del MAB es la necesidad de promover el análisis independiente. Esto permitiría incrementar los niveles de transparencia e información, de cara a que los inversores tengan las máximas garantías de información acerca del mercado. En la actualidad, pocas casas de análisis y gestoras han optado por promover estudios e informes acerca del mercado, debido al escaso tamaño del mercado y de sus valores, y la poca rentabilidad que ésto les puede generar. Tampoco entre los inversores institucionales ha existido el interés por el análisis de las empresas del MAB, cuando esta base inversora es la que más capacidad de valoración de proyectos y mayor fuerza tiene en el desarrollo de las compañías. No hay más que observar que el análisis más importante llevado a cabo hasta ahora en el

³⁵ En este sentido, toman como ejemplo el fondo de capital riesgo recientemente creado por el Instituto Catalán de Finanzas (ICF), dotado con 10 millones de euros para invertir en ampliaciones de capital de empresas catalanas cotizadas en el MAB.

MAB fue realizado por *Gotham City Research*, una casa de análisis norteamericana. Según estimaciones realizadas por AEMAB, la asociación de empresas del MAB, una dotación de 200.000€ anuales bastaría para crear un grupo de trabajo independiente especializado en analizar a las empresas del MAB.

3.3.4. Incrementar la presencia y la difusión del mercado

La poca difusión que ha tenido el mercado a lo largo de estos años ha lastrado en gran medida la proyección y el crecimiento del MAB. Un mercado nuevo y casi desconocido para muchos inversores, que desgraciadamente ha visto como el estallido de caso Gowex ha tenido más impacto en los medios y en boca de los inversores, que muchas anteriores noticias positivas acerca del mismo. Tal y como se ha mencionado anteriormente en este trabajo, es escasa la información que encontramos en portales de análisis bursátil, medios de comunicación, o foros de inversión. Las dificultades añadidas para encontrar gráficos que muestren la tendencia del MAB, y poder realizar análisis técnicos a través de los índices, es otro de los pequeños detalles que han obstaculizado en cierta medida la proyección del MAB. Para atraer al inversor minorista debe permitírsele acceder a la máxima información posible. Cuanta mayor información rodee a éste, mayor será su interés por invertir en él.

Otro de los problemas, desde el punto de vista del inversor minorista es la dificultad de acceso a todas las compañías a través de los *brokers* e intermediarios de la bolsa. La iliquidez del mercado así como la cotización en *fixing*, y no en el mercado continuo de algunas empresas, dificulta que los inversores tengan acceso sencillo a la inversión de todos los valores, o provoca que en determinados momentos sea menos sencillo la compra y venta de operaciones. Pese a todo, debemos recordar que se trata de un mercado bursátil dirigido mayormente a un inversor con objetivos a largo plazo más que a inversores a corto o de operaciones de *trading*.

Aparte del desconocimiento que pueda existir en la base inversora, también es reseñable el desconocimiento que existe por parte de las empresas. Un estudio realizado por Durendez (2014), destaca que el 59,2% de las empresas encuestadas (477) desconoce la existencia del MAB. Por otra parte, el conocimiento sobre los requisitos, costes, intervinientes... que rodean al MAB, es muy reducido por parte del empresariado nacional.

3.3.5. Promover la ley ascensor

Como hemos destacado anteriormente en este trabajo, una de las particularidades que distingue al AIM británico es la flexibilidad en su funcionamiento, como por ejemplo, en el trasvase de empresas que existe desde el AIM al mercado continuo de la Bolsa de Londres, y a la inversa.

En este aspecto, la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial establece que las empresas que coticen en el MAB y superen un umbral de

capitalización de 500 millones de euros deberán solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado.

Lo que se propone es que las empresas que vienen del MAB asuman toda la regulación asociada al mercado convencional, toda la regulación de la Ley del Mercado de Valores, a excepción de los requisitos de información. Las empresas que pasaran del MAB al mercado normal tendrían dos años para adaptarse y comenzar a informar de su situación trimestralmente al mercado y no dos veces al año (el informe del primer semestre y el anual), como lo hacen las empresas del MAB.

También resultaría interesante el trasvase inverso de empresas, de manera que aquellas con poca visibilidad o con problemas financieros en el mercado continuo descendieran al MAB, para obtener mayor protagonismo dentro de este mercado, que les permita crecer.

Como nos ha detallado José Poza, vicepresidente de MasMovil en la entrevista que nos concedió para este trabajo, la ley ascensor está poco desarrollada en cuanto a los procedimientos y mecanismos para llevar a cabo el trasvase de empresas, lo que dificulta en gran medida que las empresas se lancen a apostar por este movimiento.

4. CONCLUSIONES FINALES

Una vez finalizado el estudio, exponemos las conclusiones más relevantes que hemos obtenido a lo largo del mismo.

En la primera parte de este trabajo, donde hemos analizado el MAB desde un punto de vista teórico, hemos dado respuesta a la pregunta de ¿Qué es el MAB? Un mercado bursátil que busca ofrecer una forma de financiación alternativa a las PYMES. En un entorno como el actual donde este tipo de empresas difícilmente pueden acceder a la financiación tradicional bancaria, el MAB se demuestra como una herramienta de financiación alternativa que les permite a las empresas crecer a través de sus recursos propios. Un planteamiento de obtención de recursos que hasta hace poco estaba solamente destinado a las grandes empresas.

Por otro lado, también hemos observado que, pese a ser un mercado nuevo en nuestro país, con anterioridad han existido experiencias similares, sin que tuvieran un éxito aparente.

La creación de un mercado alternativo bursátil, conlleva unos beneficios directos a las empresas. Ventajas que les permiten adquirir mayores capacidades en el proceso de crecimiento y expansión en el que se encuentran. Aparte del evidente crecimiento en la liquidez de la empresa la profesionalización en la gestión, el incremento de valor de la marca de la empresa o la valoración objetiva de la empresa, son las principales ventajas directas que obtiene una empresa al saltar al parqué del MAB. Además, se generan otra serie ventajas colaterales en otros intervinientes en el proceso de cotización así como en la economía, en general.

Para concluir con la primera parte, hemos demostrado que las características que hacen peculiar a este mercado redundan en la flexibilidad, sencillez de procesos y menores costes, que permiten a las empresas que se adhieren al MAB adaptarse más fácilmente a un mercado bursátil.

En la segunda parte hemos analizado la evolución que ha sufrido el MAB desde su creación en el año 2009 hasta el 2014. Con los datos analizados se demuestra que el mercado está lejos de ser un mercado sólido. La influencia del momento económico y bursátil global ha repercutido negativamente en la expansión del MAB. El bajo número de empresas que existe en la actualidad ha derivado en una limitada liquidez y poca profundidad, que impide al mercado desarrollarse óptimamente.

Además, la falta de supervisión y transparencia ha dejado al aire las deficiencias con las que contaba el mercado. El caso Gowex ha afectado al mercado desde el punto de vista de la confianza, provocando la fuga de inversores del mercado, en general. De la misma manera, también tiene que ser mencionable que la burbuja y subidas que había generado antes de este hecho, tenían origen en una base especulativa que no tenía que ver con el valor de las empresas, ni las expectativas de crecimiento. En este contexto, el mercado deja dudas en cuanto a la alta volatilidad que origina, y la

repercusión que una empresa fuerte puede tener sobre las expectativas de las demás. Pese a todo, sea a base de burbuja o de especulación, la realidad es que si nos atenemos a los datos, los obtenidos por el MAB, en comparación con otros índices son mejores.

Para concluir con la segunda parte del análisis, hemos intentado determinar en cierta medida cual será la evolución del MAB teniendo en cuenta que ha sido creado a imagen y semejanza del AIM británico. El mercado británico demuestra que, haciendo bien las cosas e introduciendo herramientas que potencien el mercado, las opciones de obtener cierto grado de éxito son reales. Los recursos obtenidos anualmente por las empresas y el grado de liquidez que implica para éstas, demuestran la solidez y la consolidación del mercado británico como una fuente eficiente para financiar a las PYMES.

De las más de 3000 empresas que han participado en el AIM a lo largo de su historia, muchas han fracasado o han desaparecido. No hay más que observar que el dato de las empresas cotizantes ha descendido. Pese a todo, debemos tener en cuenta que a su vez muchas de éstas han sido casos de éxito, y sobre todo que este mercado ha sido capaz de captar fondos para empresas que a su vez han trasladado su crecimiento y expansión directa e indirectamente a la economía en su conjunto.

Por último en la última parte de este trabajo, analizamos la situación actual del mercado. Ahondamos en el caso Gowex para poder entender con mayor concreción las necesidades de mejora, y también observamos que el mercado pese a las dificultades existentes, también da muestras de casos positivos como el de MASMOVIL IBERCOM, cuyos recursos obtenidos en el mercado han posibilitado que la empresa haya crecido hasta convertirse en la sexta teleco de España en los 2 últimos años. Además, gracias a la entrevista con su vicepresidente, obtuvimos una perspectiva diferente del MAB, con la valoración subjetiva de la empresa y del mercado. Esta nos permitió acercarnos al MAB desde el punto de vista de alguien que conoce las interioridades del mercado, y de la que obtuvimos reflexiones muy interesantes. Finalmente, en el último apartado analizamos las posibilidades de crecimiento del mercado en los próximos años y los factores que pudieran contribuir a ello.

En definitiva, consideramos que, en parte, por la juventud y falta de experiencia de este tipo de mercados en España, se han cometido algunos fallos o errores que han lastrado la expansión del mercado. Actualmente el MAB es un mercado poco desarrollado y los escándalos acontecidos han supuesto un duro golpe en su crecimiento, tanto en términos monetarios como en su propia imagen.

Pese a ello, el mercado debe hacer cambios en su normativa y tomar ciertas medidas si quiere realmente ser una herramienta relevante de financiación para las PYMES, y no convertirse en un mercado estancado y obsoleto. Para ello, el mercado necesita crecer basado en 2 pilares: la liquidez, mediante la adhesión de más empresas que den profundidad al mercado, y la transparencia y seriedad en la supervisión, para generar la confianza suficiente tanto en los inversores como en las empresas. Por ello se hace necesaria una mayor y más eficaz supervisión periódica, tanto de las

actuaciones de los gestores de las compañías como de los asesores y auditores de las mismas.

Además, se podrían adoptar una serie de medidas que impulsen el interés en el mercado a través de los incentivos fiscales o nuevas fórmulas de inversión a través de fondos de inversión especializados en el MAB. Por otra parte, se hace necesario que se desarrolle con mayor detalle por parte de los supervisores y el gobierno, la mencionada ley ascensor, que promueva la conexión entre el mercado continuo y el MAB.

El MAB debe tener futuro como medio de financiación, profesionalización y crecimiento de las pymes, y su sentido económico se haya en alcanzar una mejor posición como mercado, siempre que su capacidad de mejora y auto renovación se materialicen.

BIBLIOGRAFIA

AECA (2011). *Potencialidad del mercado alternativo bursátil (MAB) en España*. Estudios Empírico Aeca, Barcelona.

Calvo, J.A. y otros (2010). *Manual del sistema financiero español* (24 ed.). Barcelona, Ariel.

Arce, O., López, E, y Sanjuán, L. (2012). *El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales*. Documentos de trabajo nº52. CNMV.

Bolsa de Madrid (2008). *Un mercado a la medida para las empresas en expansión*. *Revista de Bolsa*, Mayo, 13-21.

Bolsas y Mercados Españoles (2009). *Informe del mercado 2009*.

Bolsas y Mercados Españoles (2010). *Informe del mercado 2010*.

Bolsas y Mercados Españoles (2011). *Informe del mercado 2011*.

Bolsas y Mercados Españoles (2012). *Informe del mercado 2012*.

Bolsas y Mercados Españoles (2013). *Informe del mercado 2013*.

Bolsas y Mercados Españoles (2014). *Informe del mercado 2014*.

Cano, D. y Veloso, P. (2010). *El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para empresas innovadoras en expansión*. Colección Pocket Innova. Madrid.

Cano, D. (2008). *El AIM británico y el Alternext francés como referencias para el MAB EE español*. *Análisis financiero internacional*, Nº132, 21-29.

Castilla, M., Durendez, A., García, D., Sánchez, S. y De Torres, C. (2009). *El mercado alternativo bursátil como alternativa de financiación para la empresa familiar española*. Universidad de Granada.

Crespo, J, y García, A. (2007). *Empresas españolas con potencial de cotización en los mercados*. *Revista de Bolsa*, Mayo, 22-27.

Durendez, A., García, y Mariño, T. (2014). *El mercado alternativo bursátil: una novedosa oportunidad para las empresas familiares*. *Revista de empresa familiar*, 4(2), 37-46.

Durendez, A. (2014). *La salida al MAB en el caso de las empresas familiares*. Cátedra de Empresa Familiar Mare Nostrum. UM-UPCT Universidad Politécnica de Cartagena.

Fernández, M., Cuello, G. y Soler, M. (2001). *PYME y bolsa*. Papeles de Economía Española, nº 89/90, 187-212.

Giralt, A. y González, J. (2012). *Financiación a la PYME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB*. Los emprendedores y la recuperación económica. Papeles de la fundación nº45. Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros.

Grant Thornton UK. (2010). *Economic impact of AIM and the role of fiscal incentives*. London.

Guaita, J.M. (2015). *El acceso a la financiación de las pymes en España: El caso del mercado alternativo bursátil para empresas en expansión (MAB-EE)*. Informe de investigación VIU. Universidad internacional de Valencia.

Ipyme. (2014). *Retrato de las PYMES 2014*. Puede consultarse en la web [http://www.ipyme.org/Publicaciones/Retrato PYME 2014.pdf](http://www.ipyme.org/Publicaciones/Retrato_PYME_2014.pdf)

Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales.

MABIA. (2012). *Mercado Alternativo Bursátil 2009-2012. Una alternativa de financiación en consolidación. Compendio de datos, hitos alcanzados y desafíos futuros*. IMB group.

MABIA. (2013). *Observatorio Mercado Alternativo Bursátil - Análisis 1er semestre 2013*. IMB group.

MABIA. (2014). *Observatorio Mercado Alternativo Bursátil. Análisis del 2013-2014*. IMB Group.

MABIA. (2014). *Observatorio Mercado Alternativo Bursátil. Análisis del primer semestre 2014*. IMB Group.

Mariño, T. y otros. (2012). *El Mercado Alternativo Bursátil*. Thomson Reuters Aranzadi. Pamplona.

Martin, J.L. y Trujillo, A. (2004). *Manual de Mercados Financieros*. Thompson. Madrid.

Martínez, R. (2001). *El segundo mercado*. Gestión 2000. Madrid.

Olivares, I. (2008). *El mercado alternativo bursátil: características y diferencias frente al mercado bursátil*. *Revista del derecho del mercado de valores*. 2, 237-271.

Ortega, E., y Peñalosa, J. (2013). *Algunas reflexiones sobre la economía española tras cinco años de crisis*. Banco de España. Documentos ocasionales, (1304).

Rajan, R.G. (1992). *Insiders and Outsiders: The choice between informed and Arm's-Length debt*. Journal of finance. 47, 1367 -1400.

Sánchez, J.L. (2001). Curso de bolsa y mercados financieros. Ariel. Barcelona.

Soler, R. y Carro, D. (2009). *El mercado alternativo bursátil, nuevo impulso a la financiación*. Estrategia financiera, 263, 58-62.

World Federation of Exchanges, (2010). *Annual report and statistics 2009*.

Páginas web consultadas:

<http://www.bolsasymercados.es/MAB>

<http://www.ine.es/>

<http://www.londonstockexchange.com>

Leyes consultadas:

Circular 5/2010 del MAB. *Requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en Mercado Alternativo Bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión*.

Circular 7/2010 del MAB. *Normas de contratación de acciones de empresas en expansión a través del Mercado Alternativo Bursátil*.

Circular 9/2010 del MAB. *Información a suministrar por entidades de reducida capitalización incorporadas a negociación en Mercado Alternativo Bursátil*.

Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil, de 28 de abril de 2006.

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. BOE de 29 de julio de 1988.