

“EL ACCESO DE SOCIEDADES DE REDUCIDA CAPITALIZACIÓN A UN MERCADO ORGANIZADO DE NEGOCIACIÓN ESPAÑOL: EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL.

UNA REGULACIÓN A MEDIDA QUE PUEDE SER UN PUNTO DE REFERENCIA PARA EL OBJETIVO PREVISTO EN LA LEY 26.861 DE PROMOVER EL ACCESO DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS AL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO”

Luciano TREROTOLA y María del Pilar CARRERAS BOJ

Abstract: La reciente reforma argentina introducida por la Ley 26.831 (y ahora reglamentada, Decreto 1023/2013) ha declarado como objetivo fundamental, entre otros, el acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales. En Argentina y en general, la admisión de las Sociedades Anónimas a negociar sus acciones en los mercados tradicionales de valores ha estado reservada a Compañías de capitalización relativamente importante, que cuentan con estructura interna de cierta envergadura y cumplen requisitos regulatorios significativos, por lo que un amplio sector de Sociedades Anónimas de reducida capitalización con un importante potencial quedaban al margen. En España (y en la Unión Europea) es relativamente reciente la regulación, e impulso, de los mercados no oficiales de valores denominados sistemas multilaterales de negociación (SMN) que, consecuencia de su régimen jurídico, permiten el acceso a los mercados de valores a Sociedades Anónimas de reducida capitalización. El Mercado Alternativo Bursátil (MAB) –segmento empresas en expansión- es un SMN español en el que se admitió a cotización en 2009 la primera Sociedad Anónima. Se pone de relieve la “*regulación a medida*” del MAB, a fin de su posible examen a la vista del mencionado objetivo de la nueva normativa argentina para el acceso de pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales.

Palabras clave: Mercado de capitales – capitalización – valores negociables

Abstract: Argentina's recent reform introduced by Law 26.831 (and now regulated by Decree 1023/2013) stated fundamental objective, among others, the access of SMEs to capital markets. In Argentina and in general, the admission of Limited trading its shares in traditional markets Societies has been reserved for relatively large capitalization companies that have some internal structure of significant scale and meet regulatory requirements, so a Corporations large sector of small cap companies with significant potential were immune. In Spain (and the EU) regulation is relatively recent, and momentum, the unofficial markets called multilateral trading facilities (MTFs) that, because of their legal status, allow access to securities markets to companies with low capitalization . The Alternative - segment firms in Stock Market (MAB) - expansion is a Spanish MTF in which he admitted to trading in 2009 the first corporation. It highlights the "regulation as" MAB to possible consideration in the light of that objective of the new Argentina law for entry of SMEs to capital markets.

Key words: Capital market - capitalization - negotiable securities

I.-Introducción

En Argentina se señala cierta escasa evolución de los mercados de valores, en general, lo que incluye, necesariamente, a aquellos dedicados a la cotización de acciones de Sociedades Anónimas; es decir, de acceso de tales Entes a la posibilidad de negociar sus acciones en un mercado organizado. Entre las causas que se señalan de dicha escasa evolución se destaca el

marco regulatorio y normativo.¹

Por su parte, la relativamente reciente Ley 26.831, en su artículo 1, letra c), señala que es un objetivo y principio fundamental: "c) Promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas."

Desde la perspectiva de la Sociedad, el acceso a un mercado organizado de negociación de acciones; es decir, acceder a las características propias de una Sociedad cotizada, implica la posibilidad de obtener capital, de determinar el valor de la compañía vía capitalización bursátil y, en síntesis, de ganar una posición competitiva en el mercado.²

Por tu su parte, desde la perspectiva del inversor, puede señalarse que el socio de Sociedades cerradas e, inclusive, de Sociedades anónimas abiertas no cotizadas, al no contar con un mercado organizado para transmitir sus participaciones, permanece "preso" de sus títulos, se genera una vinculación permanente y, en algunos casos, opresiva³. Es permanencia "obligada" y la consecuente intención de separarse de la Sociedad es generadora de múltiples conflictos⁴, que el legislador español ha intentado mitigar, en un aspecto, recientemente mediante el artículo 348 bis de la Ley de Sociedades de Capital que prevé, en síntesis, el derecho de separación en caso de que la Sociedad no cotizada no reparta dividendos (evidentemente, habiendo beneficios) a partir del quinto ejercicio a contar desde su constitución⁵. Sin embargo, la controversia es tal en estos temas que dicho artículo fue dejado en suspenso hasta 31-12-2014 mediante disposición transitoria de la Ley 1/2012, de 22 de junio. Inclusive, tales conflictos societarios se presentan en el propio proceso

¹ HELMAN, Héctor, "Desarrollo del Mercado de Capitales: Un enfoque sistémico. Primer Congreso del Mercado de Capitales, Buenos Aires, Argentina, Septiembre de 2008, web de la Comisión Nacional de Valores: <http://www.cnv.gob.ar/publicaciones.asp?Lang=0#Presentaciones>.

² FORMARIZ, Francisco, *La Bolsa: organización y funcionamiento, Curso de bolsas y mercados financieros*, Instituto Español de Analistas Financieros, José L. Sánchez Fernández de Valderrama (Director), Barcelona: Ariel, 2006, páginas 186-187.

³ Sobre las distintas controversias en torno al derecho de separación pueden examinarse, entre otros, los siguientes trabajos y resoluciones españolas. En cuanto a la regulación estatutaria del derecho de separación *ad nutum* en Sociedades de Responsabilidad Limitada, la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 2 de noviembre de 2010; IBÁÑEZ ALONSO, Javier. "Posible admisión de una cláusula de separación *ad nutum* en una SRL y sistema de valoración de las participaciones. Comentario a la Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 2 de noviembre de 2010 (RJ 2009, 5678), Revista de derecho de sociedades, Nº 36, Navarra: Thomson – Aranzadi, 2011-2012, págs. 455-473; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Derecho de Sociedades*, Volumen III, Valencia: Tirant Lo Blanch, 1992, pp. 1881-1905; ALFARO ÁGILA REAL, Jesús. "In dubio, contra libertatem: cláusulas estatutarias de separación *ad nutum* en la doctrina de la Dirección General de Registros", Revista de derecho de sociedades, Nº 23, Navarra: Thomson – Aranzadi, 2004, págs. 243-255; PERALES VISCASILLAS, María del Pilar. *El derecho de separación del socio en las Sociedades de Capital*, Madrid: La Ley, 2001.

⁴ Típico es el conflicto respecto del reparto de dividendos. A este respecto pueden examinarse, entre otros, los siguientes trabajos de la literatura jurídica española. ALFARO, Jesús y CAMPINS, Aurora. *El abuso de la mayoría en la política de dividendos. Un repaso por la jurisprudencia*. Otrosí, Número 5, enero-marzo 2011, pp. 19 a 26: www.otrosi.net; DÍAZ ECHEGARAY, José Luis. *El derecho a participar en el reparto de las ganancias sociales, a la luz de la doctrina sentada por la STS de 26 de mayo de 2005*. Navarra: Thomson – Aranzadi, 2006; VÉLAZ NEGUERUELA, José Luis. *El resultado en las Sociedades de Capital*. BOSCH: Barcelona, 2002; VIERA GONZÁLEZ, Arístides Jorge. *Las Sociedades de Capital Cerradas*. Navarra: Aranzadi, 2002; FERNÁNDEZ DEL POZO, Luis. *La aplicación de resultados en las Sociedades Mercantiles (Estudio especial del artículo 213 de la Ley de Sociedades Anónimas)*, Madrid: Civitas, 1997.

⁵ RODRÍGUEZ SILVÁN, Francisco y PÉREZ HERNÁNDO, Iván. "Derecho de separación y dividendos: el controvertido artículo 348 bis LSC", Madrid: Diario La Ley, ISSN 1138-9907, Nº 7813, 2012.

de transmisión (y valuación) de acciones o participaciones y de separación del socio⁶.

En síntesis, las negociación de las acciones en un mercado organizado de valores implica la posibilidad de transmitirlos libremente en un dicho ámbito y a un precio determinado precisamente por el propio mercado, por lo que no se presenta la situación de vinculación permanente del socio con la Sociedad⁷, tal y como acontece, como se ha indicado, en Sociedades cerradas e, inclusive, en Sociedades anónimas abiertas no cotizadas.⁸

Así, el acceso de la Sociedades a un mercado organizado de negociación favorece tanto el desarrollo del plan de empresa en sí, el funcionamiento de la Sociedad y, en particular, la posición del socio ante su voluntad de desinvertir.

El presente trabajo tiene por objeto destacar la regulación en España de mercados de valores a medida de Sociedades de reducida capitalización frente a los tradicionales mercados de Sociedades cotizadas, en aras de su posible examen y eventual utilidad en relación con la señalada escasa evolución de los mercados de valores en Argentina y el declarado objetivo principal de promover el acceso de las pequeñas y medianas empresas al mercado de capitales, recogido en la recientemente reglamentada Ley 26.831. Si bien la regulación se refiere a España, es una referencia de la habida en la Unión Europea en la medida que aquélla es transposición de normativa de la Unión, como enseguida se señala.

II.- Apertura normativa en España de los mercados de valores para empresas de reducida capitalización frente a los tradicionales de Sociedades cotizadas.

Como se ha dicho, el acceso a los mercados de negociación de valores tradicionales ha estado reservado a Sociedades con una capitalización relativamente importante, que cuentan con una estructura interna de cierta envergadura y cumplen con una serie de requisitos regulatorios significativos, por lo que un amplio sector de Sociedades Anónimas de reducida capitalización con un importante potencial quedaba al margen.

En España, esos mercados tradicionales son los denominados oficiales ex artículo 31 de la Ley española 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMVE); en concreto, entre ellos, en cuanto a admisión de acciones, las Bolsas de Valores. Así, la referencia a mercados tradicionales en este trabajo ha de entenderse hecha a las Bolsas de Valores.

El inicio del proceso de apertura de los mercados de valores a Sociedades de reducida capitalización en comparación con las Sociedades cotizadas, con estructuras y requisitos

⁶ Puede citarse como paradigmático el caso referido a la transmisión de acciones de El Corte Inglés puesto que tras tres instancias no se determinó el precio de las acciones, véase la Sentencia del Tribunal Supremo español, Sala Primera, de lo Civil, Sentencia de 2 Nov. 2012, rec. 681/2010.

⁷ A este respecto es ilustrativo el siguiente pasaje de la Exposición de Motivos de la Ley española 2/1995, de 23 de marzo de Sociedades de Responsabilidad Limitada: "III. Entre las ideas rectoras de la Ley destaca la de una más intensa tutela del socio y de la minoría. Esta tutela es particularmente necesaria en una forma social en la que, por su carácter cerrado, falta la más eficaz medida de defensa: la posibilidad de negociar libremente en el mercado el valor patrimonial en que se traduce la participación del socio. Este es el sentido de la amplitud con que se admite el derecho de separación del socio (...)".

⁸(...) De considerar que la amplitud en el reconocimiento del derecho viene dado por el carácter cerrado de la SRL, a entender que dicho derecho no debe existir en las SA cotizadas sólo hay un paso, como así efectivamente se evidencia de la posición de la doctrina española, matizada en ocasiones por la consideración de que sí debe reconocerse el mismo cuando el mercado es ineficiente(...), PERALES VISCASILLAS, María Pilar. *La Separación de socios y partícipes*, Valencia: Tirant lo Blanch: 2000, pág. 163.

regulatorios menos significativos que los exigidos a éstas se efectuó en España a partir de la recepción normativa de los sistemas organizados de negociación que no tuviesen la categoría de mercados oficiales. Primero, en el artículo 31.4 de la LMVE, según la redacción dada por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la LMVE, posteriormente modificado por el Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas para la Reforma del Sistema Financiero⁹.

La regulación actual se halla en los artículos 118 y s.s. de la LMVE cuya redacción obedece a la reforma introducida por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre de modificación de la LMVE, que incorporó la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 sobre Mercados e Instrumentos Financieros, en cuya virtud tales mercados no oficiales se los denomina sistemas multilaterales de negociación (en adelante, SMN)¹⁰. Así, el MAB, en cuanto SMN, es un mercado no oficial de valores.

Inclusive, la necesidad de apertura de los mercados de valores a medida ha sido puesta de manifiesto en relación a las Sociedades familiares, según el Informe de la Ponencia de Estudio para la Problemática de la Empresa Familiar elaborado por las Cortes Generales españolas, en su apartado VIII, titulado “Financiación de la Empresa Familiar”, publicado en el Boletín Oficial de las Cortes Generales españolas, número 312, de 23 de noviembre de 2001.

En ese proceso de apertura y recepción normativa de los SMN, en cuanto a empresas de reducida capitalización, destaca la aprobación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) por Acuerdo del Consejo de Ministros de España de 30 de diciembre de 2005 y la posterior puesta en funcionamiento del Segmento Empresas en Expansión¹¹ y primera incorporación en julio de 2009 de la Sociedad Zinkia, S.A,¹² hasta alcanzar la incorporación de veintidós Sociedades Anónimas a finales de 2012 y un volumen de negociación de 9.937.449 euros¹³.

Se señala a modo ejemplificativo que el MAB está destinado a empresas de capitalización pequeña que quieran expandirse, crecer, bien a través de nuevos productos, nuevas líneas de negocios, nuevos servicios o expansión geográfica internacional¹⁴.

Sin perjuicio del diferente régimen jurídico de las Sociedades admitidas en el MAB y en las Bolsas que más adelante se señala, se ilustra acerca del MAB indicando que es una bolsa paralela a la Bolsa¹⁵ pero para Empresas de reducida capitalización, como se ha indicado.

III.- Régimen jurídico diferenciado aplicable a las Sociedades admitidas en el MAB y en las Bolsas.

⁹ INGELMO GARCÍA, María R. “Los sistemas organizados de negociación (SON)”, Revista de Derecho del Mercado de Valores, Madrid: La Ley, Julio-Diciembre 2007, pág. 303 a 318.

¹⁰ HERNÁNDEZ ALER, Gloria. “La tipología de los mercados españoles de valores y su encuadramiento en la MiFID”. Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº 2, Sección Análisis, Madrid: La Ley, Enero-Junio 2008, pág. 273.

¹¹ Son antecedentes en Europa el mercado inglés AIM (Alternative Investment Market) y el francés ALTERNEXT

¹² OLIVARES BLANCO, Ignacio. “El mercado alternativo bursátil. Características y diferencias frente al mercado bursátil”. Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº 2, Sección Análisis, Madrid: La Ley, Enero-Junio 2008, pág. 237.

¹³ MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL, “Una alternativa de financiación en consolidación- Compendio de datos, hitos alcanzados y desafíos de futuro”, Febrero de 2013, página 4, web de www.bolsasymercados.es/mab.

¹⁴ CÁMARA DE MADRID, “El Mercado Alternativo Bursátil-Alternativa para empresas en crecimiento”, Diciembre de 2010. página 30 a 35, web de http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/emp_expansion; GIRALT, Antonio y GONZÁLEZ NIETO, Jesús, “FINANCIACIÓN DE LA PYME EN EL MERCADOFINANCIERO ESPAÑOL. LA EXPERIENCIA Y PROYECCIÓN DEL MAB, página 244. Web: www.bolsasymercados.es/mab/esp/emp_expansion/articulos/PapelesFundacion452012.pdf.

¹⁵ Idem nota 15.

La diferencia entre el régimen jurídico aplicable a las Sociedades admitidas en el MAB y en las Bolsas es fundamental. En concreto, las Sociedades cuyas acciones se hallan admitidas en éstas son cotizadas, mientras que las incorporadas en aquél no lo son. En otras palabras, la Sociedad admitida en el MAB es una Sociedad Anónima no cotizada¹⁶. El artículo 495 de la Ley española de Sociedades de Capital (en adelante, LSC) prevé que la Sociedad Anónima será cotizada si las acciones se hayan admitidas en un mercado secundario oficial de valores. Como se ha indicado, el MAB, en cuanto SMN, es un mercado no oficial.

Dicha calificación jurídica de las Sociedades admitidas en el MAB como no cotizadas implica, lógicamente, la no aplicación del Derecho de Sociedades cotizadas ni del Derecho del Mercado de Valores en cuanto a requisitos de admisión a negociación, mantenimiento y, hasta cierto punto, de transparencia exigidos en los mercados oficiales, recogidos en la LMVE y en la abundante legislación de desarrollo compuesta por Reales Decretos, Órdenes Ministeriales y Circulares de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuyo examen pormenorizado excede a este trabajo.

Sin perjuicio de la no aplicación de dichas normas a las Sociedades admitidas en el MAB, éste ha de cumplir con los requisitos de transparencia exigibles a los mercados de valores en general, la correcta formación de los precios y la protección del inversor, cuya supervisión tiene encomendada la CNMV ex artículo 13 de la LMVE¹⁷.

A tal efecto, y habida cuenta que no le resulta de aplicación el antes citado “bloque” normativo, el MAB, en cuanto SMN, cuenta con amplias facultades de autorregulación, en cuya virtud aprobó, en lo relativo a requisitos de incorporación al Mercado, transparencia y difusión de información, la Circular 5/2010 sobre Requisitos y procedimientos aplicables a la incorporación y exclusión en el Mercado Alternativo Bursátil de Acciones emitidas por empresas en expansión (en adelante, Circular 5/2010) y la Circular 9 /2010 sobre Información a suministrar por Empresas en Expansión incorporadas a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil.

Para garantizar la libre formación de precios, elemento esencial de cualesquiera mercados de valores, el MAB aprobó la Circular 7/2010 sobre Normas de Contratación de acciones de empresas en expansión a través del MAB¹⁸.

Tales Circulares recogen una regulación inspirada en la normativa aplicable a las Bolsas en cuanto a requisitos de admisión, permanencia y contratación pero “a medida”¹⁹ de Sociedades de

¹⁶ VEGA ARJONA, Patricia, “El MAB: Bolsa o Capital Riesgo Privado”, Instituto de Estudios Bursátiles, Enero 2011.

¹⁷ Idem nota al pie nº 10, página 308.

¹⁸ El segundo párrafo de la Circular 7/2010 indica: “Este sistema (negociación mediante fijación de precios en subasta o “fixing”), permite a los inversores introducir en el sistema órdenes limitadas en precio o de mercado. En este caso es la libre confluencia de la oferta y la demanda la que determina el precio de negociación. Para aquellas sociedades con suficiente difusión este sistema garantiza una fijación de precios eficiente.”

¹⁹ “El MAB es un mercado dedicado a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características. La capacidad de diseñar las cosas a medida es la que caracteriza a este mercado alternativo. Se trata de adaptar el sistema, en lo posible, a unas empresas peculiares por su tamaño y fase de desarrollo, que presentan amplias necesidades de financiación, precisan poner en valor su negocio y mejorar su competitividad con todas las herramientas que un mercado de valores pone a su disposición. El MAB ofrece una alternativa de financiación para crecer y expandirse. Esta flexibilidad implica adaptar todos los procedimientos existentes para que estas empresas puedan cotizar en un mercado pero sin renunciar a un adecuado nivel de transparencia (...)”. Web del Mercado Alternativo Bursátil: http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/emp_expansion/que_es.htm.

Ese criterio de regulación a medida puede examinarse en la “exposición de motivos” de la Circular 9 CIRCULAR 9 /2010 sobre Información a suministrar por Empresas en Expansión incorporadas a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil: “Para determinar el nivel y las características de la información exigible a las entidades de reducida

reducida capitalización, conforme se desarrolla seguidamente.

Finalmente, es importante señalar que, en la medida que el MAB está destinado a empresas de reducida capitalización, para dotar de cierta liquidez a las acciones, se desarrolló la figura del proveedor de Liquidez²⁰ mediante la Circular 7/2010 sobre Normas de contratación de acciones de Empresas en Expansión a través del Mercado Alternativo Bursátil.

IV.- Principales requisitos de admisión y permanencia aplicables a las Sociedades admitidas en el MAB. Referencias a los aplicables en las Bolsas.

A continuación se destacan los principales requisitos de admisión y permanencia aplicables a las Sociedades en el MAB que, como se ha dicho, se inspiran en los de las Bolsas, señalando algunos de los aplicables en éstas en aras de ilustrar la mencionada característica de “regulación a medida” elaborada por el MAB.

1.- Circular 5/2010.

i.-Características de las Sociedades Emisoras.

Las acciones de Sociedades Anónimas a incorporar no deberán estar sujetas a restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad.

Las acciones se deberán representar mediante anotaciones en cuenta. La representación de las acciones mediante anotaciones en cuenta se halla recogida en el artículo 92.1 de la LSC²¹.

La Sociedad deberá estar desarrollando su actividad de comercialización de productos o servicios o haber realizado actuaciones relevantes y deberá estar obteniendo ingresos significativos.

Si al momento de la de la solicitud de incorporación el Emisor no cuenta con dos ejercicios completos de actividad, habrá de presentar estimaciones o previsiones sobre ingresos o ventas,

capitalización cuyas acciones se negocien en el Mercado Alternativo Bursátil, se ha procurado un equilibrio entre dos principios: el principio de suficiencia de la información, pues los inversores deben tener a su disposición un volumen de información razonable para adoptar con conocimiento de causa sus decisiones de compra o venta de acciones, y el de simplicidad, propio de la filosofía que inspira el Mercado Alternativo Bursátil y, en particular, el segmento correspondiente a las entidades de reducida capitalización”.

El criterio de normativa *a medida* también se señala en el artículo 70 ter de la LMVE en cuanto al diferente grado de intensidad de la estructura interna, función de cumplimiento normativo, control de riesgos y auditoría interna de las Empresas de Servicios de Inversión, en función, en síntesis, de su tamaño y actividad.

También puede citarse como referencia de ese criterio *de regulación a medida*, en esencia, el distinto cálculo (e importe) de las exigencias de recursos propios mínimos de tales Empresas de Servicios de Inversión por Circular 12/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

²⁰ “(...) Adicionalmente, las compañías contarán con un “proveedor de liquidez”, o un intermediario que les ayude a buscar la contrapartida necesaria para que la formación del precio de sus acciones sea lo más eficiente posible, al tiempo que facilita su liquidez. No obstante es necesario resaltar que las empresas que coticen en el MAB, por su tamaño, tendrán unas características en cuanto a liquidez y riesgo diferentes a las cotizadas en el mercado bursátil. Web del Mercado Alternativo Bursátil: http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/emp_expansion/que_es.htm.

Se trata, en síntesis, en cuanto a su funcionamiento, de un mecanismo de representación de las acciones en el que intervienen Bancos y Sociedades y Agencias de Valores en cuyas cuentas globales o generales se registran las acciones-y otros instrumentos financieros- que se negocian en los mercados de valores. A su vez, cada accionista ha de contar con una cuenta abierta en esas Entidades para el registro de las acciones de su titularidad. Este sistema permite el registro de las operaciones en los mercados y actúa en coordinación con los servicios de liquidación y compensación de valores.

costos, gastos y beneficios.

En caso de que la actividad sea inferior a dos años, los accionistas de referencia y principales directivos deberán asumir el compromiso de no vender sus acciones en un plazo de un año a contar desde la incorporación de la Sociedad.

Por su parte, si la Sociedad emisora aspirase a ser admitida en una Bolsa, debería acreditar un historial y las cuentas anuales auditadas, como mínimo, de los últimos tres ejercicios de acuerdo con los artículos 11 y 12 del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos (en adelante, el RD 1310/2005).²²

Como se observa, los requisitos en cuanto a antigüedad de la Sociedad emisora son menos exigentes en el MAB que en las Bolsas, habida cuenta de la mencionada “regulación a medida” del primero.

ii.-Estatutos sociales y valor mínimo de las acciones a incorporar.

Los Estatutos sociales deberán prever:

a.- La obligación de comunicación de adquisición o pérdida de participaciones significativas. Participación significativa es aquella que alcanza, supera o desciende del 10 por 100 del capital social y sucesivos múltiplos.

b.- La publicidad de los pactos parasociales que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o que afecten al derecho de voto.

c.- Obligación de del accionista que reciba una oferta de compra que determine que el adquirente vaya a ostentar una participación de control (esto es, más del 50 por 100 del capital social) de no transmitir a menos que el potencial adquirente ofrezca la compra de las acciones de titularidad de los restantes accionistas, en las mismas condiciones²³.

d.- El valor estimado de las acciones objeto de incorporación deberá ser de 2.000.000 de euros y habrá de estar en “manos”de accionistas con porcentajes inferiores al 5 por 100 del capital social.

La diferencia de este requisito de incorporación con el previsto por la Normativa del Mercado de Valores para las Bolsas es reveladora de que el MAB está destinado a empresas de reducida capitalización y en expansión.

En concreto, el artículo 9, apartado 6, del Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, exige un valor esperado de las acciones a admitir de 6.000.000 de euros, salvo que la CNMV entienda garantizada la existencia de un mercado suficientemente líquido. Y, en cuanto a la difusión o distribución de las acciones, se considera suficiente “si, al menos, el 25 por ciento de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión están repartidas entre el público, o si el mercado puede operar adecuadamente con un porcentaje menor debido al gran número de acciones de la misma clase y

²² LÓPEZ BLANCO, Elías, “Condiciones de admisión a cotización y permanencia en los mercados regulados de acciones”, COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, Monografía nº 30, Junio de 2008, página 21.

²³ Se trata de un mecanismo similar al previsto en Sociedades cotizadas para los casos de obligatoria Oferta Pública de Adquisición de acciones con el fin de proteger al minoritario en aquellos supuestos de adquisición del control previsto en los artículos 60 y 60 quater de la LMVE y en el Real Decreto 1066/2007.

a su grado de distribución entre el público” (art.10.7, in fine, del RD 1310/2005).²⁴

iii.- Documento informativo de incorporación.

La Sociedad ha de registrar ante el MAB un Documento informativo de incorporación (en adelante, DII). Es decir, es el MAB y no la CNMV quien registra el referido Documento de incorporación y, por tanto, quien autoriza la admisión a cotización, lo que agiliza notablemente el trámite de admisión. El DII se compone de cuatro “bloques” de información: a.- Información referida a la Sociedad y a su negocio; b.- Información relativa a las acciones; c.- Otras informaciones de interés; d.-Designación del Asesor Registrado y otros expertos y asesores.

Sin perjuicio de la importancia de esos apartados, destaca el indicado con la letra a) en tanto en cuanto, además de identificar a la Sociedad y a la persona responsable de la información, se explica, en síntesis, su plan de empresa, se señala el auditor de cuentas de la Sociedad, exposición sobre la historia de la empresa, razones por las que ha decidido solicitar la incorporación al MAB, su posición en el mercado, sus estrategias competitivas, diversificación, información sobre producción, ventas y costes, cuantificación de previsiones o estimaciones, etcétera. Podría decirse que en ese documento la Sociedad responde las preguntas referidas a quién es, de dónde viene y a dónde va.

Dicho DII guarda cierta semejanza con el folleto informativo previsto en el artículo 26 de la LMVE y desarrollado por el artículo 13 y ss del RD 1310/2005 pero en una versión “a medida” del MAB²⁵.

2.- Circular 9/2010.

i.- En cuanto a información financiera.

La Entidad emisora debe remitir al MAB para su publicación determinada información financiera con periodicidad semestral y anual.

La información semestral debe remitirse dentro de los primeros tres meses siguientes al cierre del ejercicio en formato de cuentas anuales resumidas y, si se hubiesen informado en el DII o posteriormente, actualizar aquellas cifras y estimaciones de su negocio e informar respecto de su grado de cumplimiento.

En todo caso no más tarde de cuatro meses después del cierre contable del ejercicio, se deben remitir las cuentas anuales auditadas y el correspondiente Informe de Gestión, efectuado las actualizaciones de las cifras referidas a su negocio y grado de cumplimiento al igual que en la información semestral.

ii. Información relevante y otra de interés para los inversores.

a.- Hechos relevantes, participaciones significativas y operaciones de administradores y directivos.

La Entidad debe ponerse a disposición del MAB toda la información relacionada con sí misma

²⁴ Idem nota 12, página 20.

²⁵ Téngase en cuenta que el contenido de dicho DII se regula en un punto de un artículo y en un anexo de tan sólo siete páginas de la Circular 5/2010, mientras que la normativa que regula los folletos de admisión se prevé en la LMVE y en el RD 1310/2005, así como en el Reglamento (CE) 809/2004 en lo que se refiere al formato y el contenido del folleto, del folleto de base, de la nota de síntesis y de las condiciones finales, en cuanto a los requisitos de información.

que sea relevante según su naturaleza jurídica²⁶, y las adquisiciones y pérdidas de una participación significativa (entendiéndose por tal aquella que alcance, supere o descienda del 10% del capital social y sucesivos múltiplos), así como las operaciones llevadas a cabo por administradores y directivos sobre acciones del Emisor que alcancen, superen o desciendan de un porcentaje del 1 por 100 de su capital o cualquier múltiplo.

Como se viene indicando, esa regulación a medida del MAB contrasta con la abundante habida para Sociedades cotizadas a este respecto (información relevante) en los artículos 82 y ss. de la LMVE y en el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado (en adelante, RD 1333/2008).²⁷

La información relevante; es decir, los llamados hechos relevantes deben comunicarse al MAB inmediatamente y publicarse en la página web del Emisor.

b.- Comunicación de pactos parasociales.

Se prevé, simplemente, la obligación de los Emisores de comunicar los pactos parasociales que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o que afecten al derecho de voto de los accionistas, así como sus modificaciones, extinciones y prórrogas.

Lo referido a pactos parasociales en relación a las Sociedades cotizadas se prevé en los artículos 530 a 535 de la LSC, señalando aspectos fundamentales tales como la legitimación para comunicarlos, su depósito en el Registro Mercantil y la ausencia de efectos del pacto consecuencia de la ausencia de comunicación.

c.- Página web del Emisor.

²⁶ La Circular recoge un anexo en el que se señalan a modo ejemplificativo la información relevante "ANEXO 1. Listado informativo no exhaustivo y puramente indicativo de informaciones relevantes o de interés a publicar, con carácter inmediato, por las Sociedades que se negocien en el MAB-EE.:1. Operaciones relacionadas con el capital social o la emisión de obligaciones. Decisiones de aumento o disminución del capital. 2. Modificación de los Estatutos Sociales. Fusiones, desdoblamientos (splits) y escisiones (spin off). 3. Adquisición o transmisión de participaciones u otros activos o ramas de actividad. 4. Revocación o cancelación de líneas de crédito por uno o más bancos. 5. Fecha de pago de dividendos, su importe, cambios en la política de pago de dividendos. 6. Decisiones relativas a programas de recompra de acciones u operaciones en otros instrumentos financieros admitidos a negociación. 7. Cambios en el control y acuerdos de dominio. 8. Cambios en el Consejo de Administración. 9. Cambios en la regulación institucional del sector con incidencia significativa en la situación económica o financiera de la Sociedad o del Grupo. 10. Litigios significativos. 11. Insolvencia de los deudores relevantes. 12. Variación, respecto del último ejercicio, de los principios contables, criterios de valoración y métodos de cálculo de las correcciones de valor, con incidencia significativa en los estados financieros de la Sociedad o del Grupo. Adicional-mente, información y, en su caso, subsanación de posibles salvedades o limitaciones al alcance del informe de auditoría. 13. Reestructuración o reorganizaciones que tengan un efecto en el balance, la posición financiera, la cuenta de pérdidas y ganancias del emisor. 14. Cambio de auditores, asesor registrado y proveedor de liquidez o cualquiera otra información relacionada con la actividad de estos. 15. Disolución o verificación de una causa de disolución. 16. Convocatoria de la junta general de accionistas. 17. Cambios en la predicción de beneficios o pérdidas. 18. Nuevas licencias, patentes, marcas registradas. 19. Cambios relevantes en el valor de los activos. 20. Órdenes relevantes recibidas de clientes, su cancelación o cambios importantes. 21. Cambios relevantes en la política de inversión del emisor. 22. Acuerdo de solicitud de exclusión del mercado. 23. Retirada o entrada en nuevas áreas de negocio. 24. Actividad comercial de la sociedad. 25. Reorganización del negocio de la actividad sustancial."

²⁷ Si bien excede el objeto de este trabajo, se debe puntualizar que, si bien el MAB ha dictado su propia normativa, la habida en cuanto a la definición de información relevante y la adopción de terminadas medidas por los Emisores previstas en la LMVE y algunos de los extremos del RD citado, debería ser aplicables a las Sociedades admitidas en el MAB, en la medida que la LMVE, en su artículo 82.2, refiere a "emisores de valores" sin distinguir si pertenecen a un mercado oficial (Bolsa) o a uno no oficial o SMN (como el MAB).

Finalmente, la Sociedad deberá disponer de una página web a fin de incluir los documentos públicos que se hayan aportado al Mercado para la incorporación de sus valores y la información a remitir al MAB conforme se indica en las dos letras anteriores.

Si bien las Sociedades admitidas en el MAB han de contar con una página web, su contenido es menor y su finalidad difiere de lo exigido cotizadas ex artículos 11 bis.1 y 539.2 de la LSC y Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.

En cuanto a buen gobierno corporativo, si bien las Sociedades admitidas en el MAB no se hallan obligadas a emitir el referido informe anual, sus DII recogen determinadas recomendaciones del Código español Unificado de Buen Gobierno tales como la aprobación de un Reglamento de Consejo de Administración y de Junta General²⁸.

V.- CONCLUSIONES.

Como se observa a partir del examen de los principales requisitos de admisión y permanencia de las Sociedades admitidas al MAB, la regulación a medida prevé los mecanismos esenciales de un mercado de valores: protección del inversor, transparencia, libre formación de los precios e información suficiente para que tales inversores puedan adoptar sus decisiones con debido conocimiento de causa.

La suficiencia o no de esa regulación a medida podrá examinarse al albur de la evolución que presente el MAB y las Sociedades en él incorporadas, habida cuenta de su reciente creación.

A la fecha, dicha regulación a medida, en concreto, ha permitido la incorporación al MAB de un total de veintitrés Sociedades Anónimas y, en consecuencia, impulsado sus respectivos planes de empresa, en un contexto de crisis económica caracterizada especialmente por la práctica ausencia de financiación bancaria.

Así, la normativa aludida, y la experiencia habida en el MAB, probablemente, sea un punto de referencia para el examen e impulso de la normativa del Mercado de Capitales en Argentina, especialmente para el ejercicio de las facultades reglamentarias concedidas a la Comisión Nacional de Valores Argentina en las letras e) y h) del artículo 19 de la Ley Argentina 26.861, en cuanto a la organización de los mercados y autorización de valores negociables, respectivamente.

²⁸Pueden observarse en la web del MAB los distintos DII, apartado 3, titulado "Otras informaciones de interés", en los que es práctica habitual recoger determinados mecanismos de buen gobierno corporativo o societario.