

El Entorno Pre-Mercado como vía para preparar la incorporación al Mercado Alternativo Bursátil

(The Spanish "Pre-Market Environment" as a preparation for the listing in the Alternative Stock Market [Mercado Alternativo Bursátil])

Carlos Ochoa Arribas
Socio de Broseta Abogados
Protector del Inversor de la Bolsa de Valencia

Sumario

1. Recordatorio básico del MaB.
2. El contexto actual del MaB.
3. El Entorno Pre-Mercado.
 - 3.1 Requisitos de inclusión de las empresas.
 - 3.2 Requisitos de permanencia de las empresas.
4. La preparación de las compañías para la incorporación al MaB.
 - 4.1 La transformación a sociedad anónima.
 - 4.2 El Consejo de Administración.
 - 4.3 La Comisión de auditoría.
 - 4.4 El reglamento interno de conducta.
 - 4.5 Las modificaciones estatutaria.
 - 4.6 La representación de las acciones en anotaciones en cuenta.
 - 4.7 La adecuación del valor unitario de las acciones.
 - 4.8 La difusión del capital social.
5. Bibliografía.

Resumen

En este artículo se analiza la regulación e implicaciones del Entorno-Pre Mercado, creado recientemente con la finalidad de facilitar a las empresas su adaptación a los requerimientos normativos y principios de transparencia y buen gobierno necesarios para su incorporación a los mercados de valores y, en especial, al Mercado Alternativo Bursátil.

Palabras clave: mercado alternativo bursátil, listing, buen gobierno corporativo.

Abstract

This article explains the Pre-Market Environment regulation and implications. Such program was recently created to facilitate the companies' adaptation to the regulatory requirements and transparency and governance principles needed for their listing in the securities markets specially in the Alternative Stock Market.

Keywords: Alternative Stock Exchange, listing, corporate governance.

1. Recordatorio básico del MaB

El Mercado Alternativo Bursátil (MaB) se creó en España en el año 2008¹, en el marco de la regulación de los denominados Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) contenida en la Directiva Europea 2004/39/CE de 21 de abril de 2004, conocida como MIFID (*Market In Financial Instruments Directive*). Bolsas y Mercados Españoles (BME) es el promotor y gestor de dicho mercado, que se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La regulación del MaB tiene como norma básica su Reglamento, desarrollado por Circulares aprobadas por el Consejo de Administración del MaB y las Instrucciones Operativas aprobadas por la Comisión de Supervisión del mercado.

Actualmente el MaB cuenta con diversos segmentos, los principales, el de Empresas en Expansión, Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV), Entidades de Capital Riesgo (ECR) y Sociedades Cotizadas Anónimas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI). En este artículo nos centraremos en el segmento de empresas en expansión.

El objetivo principal del segmento de empresas en expansión del MaB fue el de adaptar la regulación tradicional de los mercados secundarios a un mercado dirigido a las singularidades de las empresas en expansión, tanto en los requisitos de acceso como de permanencia y en las normas de contratación, pero con mecanismos adecuados para garantizar la transparencia y el buen gobierno corporativo².

Sin embargo, en sus diez años de existencia no ha logrado tener el auge y la repercusión de otros

mercados alternativos en Europa. Frente a las 942 compañías del británico AIM (creado en el año 1995) con una capitalización media superior a 130 millones de euros y las 225 del francés Alternext (creado en 2005) con una capitalización media superior a 80 millones de euros, actualmente son 42 las empresas incorporadas al segmento de empresas en expansión del MaB, que alcanzan una capitalización media de superior a 30 millones de euros³.

En un contexto de crecimiento constante de la inversión en *startups* y en un país como España donde las pequeñas y medianas empresas representan un porcentaje mayoritario sobre el tejido productivo, se han apuntado varias causas de esa lentitud en el desarrollo del mercado⁴: la abundancia del crédito bancario en las últimas décadas (con las restricciones de la crisis), la reticencia de los empresarios a usar una fuente de financiación que pueda poner en peligro el control de su compañía, la mayor transparencia que exige la presencia en un mercado organizado, los costes de la incorporación y el propio desconocimiento de unos requisitos de acceso que realmente están adaptados a las compañías en expansión a las que se dirige.

2. El contexto actual del MaB

Con el fin de tener una visión general del tipo de compañía que ya ha accedido al mercado, basta repasar alguno de los aspectos más básicos, como el sector al que pertenece, su valor por capitalización, su cifra de negocios y sus resultados.

En cuanto a los sectores, el que más empresas acumula en el MaB es el de tecnología (catalogado por el mercado como "electrónica y software") con

1 Aunque se creó en el año 2008, no fue hasta 2009 cuando se incorporó la primera compañía. Vid. GARCÍA STUYCK, M., "El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las pymes", *Revista española de capital riesgo*, nº 1/2010, p. 81.

2 Sobre las diferencias fundamentales entre el MaB (en el momento de su creación) y el mercado secundario oficial, vid. OLIVARES BLANCO, I., "El Mercado Alternativo Bursátil: características y diferencias frente al mercado bursátil", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 2/2008, pp. 237-252.

3 Vid. CANO MARTÍNEZ, D.: "El AIM británico y Alternext francés como referencias para el MAB EE español", *Análisis financiero internacional*, 2008, nº 132, pp. 21 y ss.

4 Vid. GIRALT, A., GONZÁLEZ-NIETO MÁRQUEZ, J., "Financiación de la PYME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB", en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación*, coord. por CRESPO ESPERT, J.L. y GARCÍA TABUENCA, A., 2012, pp. 235 y ss.

11 compañías (un 26% del total) y el de productos farmacéuticos y biotecnología, con 9 (un 21% del total).

Uno de los denominadores comunes de la mayoría de las empresas incorporadas en el MaB es su reducida capitalización: aunque la media se sitúa en el entorno de los 31 millones de euros, más de la mitad tiene una valoración inferior a 20 millones de euros y entre ellas una cuarta parte inferior a 10 millones.

Estas dos características, reducida capitalización y pertenencia mayoritaria a sectores innovadores y con necesidades intensivas de capital, son coherentes con el propio mercado, dirigido precisamente a esas empresas en expansión.

Por lo que respecta a la cifra de negocios, más de un 64% del total de las empresas se sitúan⁵ en una cifra de negocios inferior a 10 millones de euros, un 26% entre 10 y 50 millones y apenas un 10% más de 50 millones. A pesar de que por su naturaleza de empresas en expansión los resultados no constituyen un elemento de valoración esencial, basta destacar que la mayoría de empresas que facturan menos de 10 millones de euros presentaron resultados negativos, mientras que entre las compañías con facturación superior se alternan más los beneficios con las pérdidas.

3. El Entorno Pre-Mercado

Conscientes de que en el momento previo a su incorporación al mercado las empresas encuentran mayores barreras para adaptarse a los requerimientos de la normativa del MaB y a los principios de transparencia y buen gobierno que deben regir su actuación durante su estancia en el mercado, recientemente el Grupo BME, en colaboración con la asociación de *business angels* Big Ban Angels, creó el denominado Entorno Pre-Mercado (EpM o, simplemente, Entorno).

El EpM nació con el fin de fomentar entre las empresas y los inversores privados los principios de la cultura financiera necesarios para valorar la búsqueda de financiación por medio de los mercados de capitales y, en especial, del MaB. Aunque ya existían precedentes de este tipo de iniciativas en los mercados alemán, con el Deutsche Börse Venture Network, y londinense, con el London Stock Exchange Elite Program, el *Entorno Premercado* español nace adaptado a las empresas españolas⁶.

Se trata de una iniciativa destinada a ofrecer formación y orientación a las empresas mediante un programa formativo y el establecimiento de unos requisitos de acceso y permanencia que permitan, a efectos de cumplimiento normativo, acomodarse a las exigencias del MaB. El EpM no es por tanto un mercado ni una plataforma que permita actualmente el intercambio de acciones, participaciones sociales ni activos o derechos de ningún tipo entre sus participantes.

Los promotores del EpM regularon sus normas en las denominadas Bases de Funcionamiento, que crearon como organismo director al denominado Comité de Dirección y Seguimiento y, más recientemente, a un órgano delegado encargado principalmente del análisis de las solicitudes de empresas que pretenden su inclusión en el EpM.

A grandes rasgos, el Comité de Dirección y Seguimiento es el encargado de gestionar el Entorno, decidir sobre la inclusión y exclusión de empresas, diseñar y modificar los servicios prestados a las empresas y realizar un seguimiento del cumplimiento de las bases de funcionamiento por parte de los integrantes. Dicho Comité está integrado en la actualidad por un máximo de siete miembros, cuatro propuestos por los promotores y hasta tres por las denominadas entidades adheridas.

Junto a los promotores, se han ido incorporando al proyecto algunas de las denominadas "entidades

5 Datos obtenidos de las últimas Cuentas Anuales disponibles, la mayoría referidas al ejercicio 2017.

6 OCHOA ARRIBAS, C., "El Entorno Premercado de la Bolsa Española", *Economía* 3, abril 2017.

adheridas”, que son asociaciones, fundaciones, escuelas de negocio, plataformas de financiación participativa y, en general, entidades interesadas en colaborar para favorecer el cumplimiento de los fines del entorno. La admisión de estas entidades está sujeta a la acreditación de determinados requisitos, principalmente relativos a su experiencia en el mercado de valores o financiación de empresas y a la disposición de recursos destinados a la difusión del Entorno.

3.1 Requisitos de inclusión de las empresas

Centrándonos en el elemento capital del Entorno, las empresas, las bases de funcionamiento regulan los siguientes requisitos de acceso:

- Ser sociedades de responsabilidad limitada o sociedades anónimas con el capital social íntegramente desembolsado.
- Tener una antigüedad mínima de dos (2) años a contar desde la fecha de otorgamiento de la escritura de constitución.
- Presentar las Cuentas Anuales del último ejercicio cerrado junto con el informe de auditoría. Las empresas que al momento de solicitar su inclusión en el EpM no dispongan del informe de auditoría de las Cuentas Anuales del último ejercicio, tendrán un plazo adicional de noventa (90) días, contados a partir de la fecha en la que se acuerde su inclusión provisional, para aportarlo.
- Facilitar un plan de negocio con las previsiones y estimaciones para los próximos tres (3) años, que a juicio del Comité de Dirección y Seguimiento demuestre una capacidad razonable de incorporarse al MaB tras su permanencia en el Entorno.
- Tener necesidades de financiación a partir de quinientos mil euros o estar en situación avanzada, y haber manifestado interés, para acceder a financiarse a través de los mercados de valores.

- Facilitar la cifra de inversión total recibida como capital social, prima de emisión o asunción, aportación de socios o préstamos participativos, especificando la fecha de ejecución, la totalidad de fondos recibidos en cada ronda de inversión y la valoración de la empresa resultante de la misma. En caso de que existan diferentes series de acciones o participaciones, deben detallar la cifra de inversión recibida para cada una de ellas.

- Presentar la solicitud de inclusión en el Entorno en la que se describa el negocio de la empresa solicitante, acompañada de la documentación acreditativa de los puntos anteriores.

Considerando que la finalidad del EpM es permitir a esas empresas que tienen intención de incorporarse al MaB (entre otros mercados de capitales) disfrutar de un periodo de formación y, si se permite la expresión, de entrenamiento, resultan lógicos estos requerimientos que tienen por finalidad asegurar que las sociedades cuenten con una antigüedad mínima y una experiencia previa captando capital u otros fondos propios de terceros, que cumplen con sus obligaciones de aprobación de las Cuentas Anuales y que además las han sometido a informe de auditoría para mayor confianza de los terceros que puedan tener interés en ellas en el marco del EpM.

Lógicamente estos requisitos no se asemejan a los previstos en la Circular de admisiones para las empresas que pretenden incorporarse al MaB, que requieren que las sociedades tengan una estructura idónea para el mercado. Más adelante nos referiremos a algunos de esos requisitos del MaB, puesto que centran en buena medida los pasos que las empresas del EpM deben dar durante su permanencia para preparar su incorporación al mercado.

3.2 Requisitos de permanencia de las empresas

La información al mercado es uno de los elementos esenciales en la transparencia de las empresas del

MaB, por lo que en las bases de funcionamiento del EpM se decidió incluir unos requisitos similares a los que se prevén en la normativa del MaB. En efecto, esas obligaciones de información del EpM siguen el espíritu del MaB⁷, que es conjugar el principio de suficiencia de la información (esto es, que los inversores dispongan de una cantidad de información razonable para tomar sus decisiones en relación con los valores emitidos) con el de simplicidad que se trata de lograr para permitir a las empresas el cumplimiento de obligaciones de transparencia de forma más asequible que el mercado secundario.

Durante la permanencia en el Entorno, que tiene un límite de tres años desde su ingreso, las empresas deben cumplir con determinadas obligaciones de información periódica y puntual, en todos los casos mediante su remisión al Comité de Dirección y Seguimiento para su publicación en el sitio Web del Entorno. En este punto existe una clara diferencia con el MaB, que requiere la publicación de toda la información no sólo en la página Web del MaB, sino también del propio emisor, que deberá también publicar todos los documentos públicos que haya aportado al mercado para la incorporación de sus valores. Además, las empresas incorporadas al MaB deben contar con el apoyo (y control) del asesor registrado⁸ en sus obligaciones de elaboración y difusión de la información, lo que supone un elemento de control adicional.

La importancia del cumplimiento de las obligaciones de información en el MaB se pone también de manifiesto en las consecuencias de su incumplimiento, que abarcan desde apercibimientos dirigidos a obtener medidas correctoras hasta la suspensión e incluso la exclusión de negociación para incumplimientos graves y reiterados. El EpM pretende por tanto que las empresas se acostumbren a mantener una estructura y sistemas de control adecuados para mantenerse en el cumplimiento

de estas obligaciones y lograr un tránsito adecuado a la incorporación al MaB.

Por lo que respecta a las obligaciones de información anual, dentro de los seis meses siguientes al cierre de cada ejercicio social, (frente a los cuatro meses requeridos por el MaB) las empresas del EpM deben facilitar:

- Las Cuentas Anuales y el informe de auditoría. En el caso del MaB también existe esta misma obligación, con el matiz de que no se permite que las Cuentas se presenten en formato abreviado.
- El informe de gestión, incluyendo Hitos Importantes y aclaraciones a las salvedades que, en su caso, se reflejen en el informe de auditoría, en términos análogos a los previstos en el MaB.
- Información sobre la estructura accionarial, directiva y organizativa, también en términos similares al MaB, que además exige informar sobre el sistema de control interno con el que cuente la sociedad para el cumplimiento de las obligaciones de información.
- Informe sobre el grado de cumplimiento del plan de negocio. En el caso del MaB, esta información debe facilitarse exclusivamente si en la incorporación la compañía incluyó dicho plan de negocio. En este punto, por tanto, el EpM es incluso más exigente.
- Información sobre las rondas de inversión ejecutadas durante el ejercicio, con indicación del importe total recibido y la valoración de la Empresa resultante de las mismas. Esta obligación periódica, genuina del EpM, tiene como finalidad que los interesados puedan

7 Vid. el texto refundido de la Circular 15/2016 del Mercado Alternativo Bursátil, relativa a la información a suministrar por empresas en expansión y SOCIMI incorporadas a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil.

8 La figura del asesor registrado tiene en la actualidad una importancia fundamental tanto en el momento de acceso al mercado como durante la fase de negociación, como un asesor especializado en asegurar que la actuación de la compañía en el mercado se desarrolla de conformidad con los requisitos de acceso y permanencia. Vid. la Circular 8/2016 del Mercado Alternativo Bursátil, relativa al Asesor Registrado. En profundidad sobre la importancia de esta figura (aun previa a la reforma normativa que le dotó de mayores competencias), vid. GONZÁLEZ-NIETO MÁRQUEZ, J.: "El Asesor Registrado, pieza clave en la regulación del Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión", Revista española de capital riesgo, nº 2/2008, pp. 65-70.

llevar un seguimiento del *equity story* y que la propia compañía realice una actualización constante del mismo.

Además, con carácter semestral, dentro de los dos meses siguientes a la conclusión del primer semestre de cada ejercicio social (en el caso del MaB se permiten cuatro), las empresas del EpM deben facilitar la siguiente información:

- Los estados financieros intermedios (balance y cuenta de pérdidas y ganancias). En el caso del MaB, dichos estados financieros deben estar sometidos al menos a una revisión limitada del auditor de cuentas.
- Informe sobre el grado de cumplimiento del plan de negocio.
- Información sobre los hitos importantes del periodo, igual que se exige en la normativa del MaB.

Junto con esas obligaciones de información periódicas se encuentran las obligaciones de información puntual. La principal pivota sobre lo que las bases de funcionamiento del Entorno denomina "hito importante", que recuerda lógicamente al "hecho relevante"⁹.

La determinación de si una información es o no relevante depende del sector, del tamaño y de múltiples factores que afectan de forma particular a cada empresa. Sí que existen unos criterios básicos que pueden tomarse en consideración, tanto en las bases del EpM como en la propia normativa del MaB que regula las obligaciones de información¹⁰, que incluye un listado ejemplificativo con 25 hechos que constituyen información relevante: litigios significativos, cambios en el Consejo de Administración, fecha de pago e importe de los dividendos, obtención de nuevas licencias, patentes o marcas, etc.

También constituyen obligaciones de permanencia, no relacionadas con la información, sino con el cumplimiento de unas condiciones mínimas de solvencia, el mantenimiento de un patrimonio neto positivo, no incurrir en causa de disolución ni de reducción de capital obligatoria, estar al corriente en el cumplimiento de las obligaciones con Hacienda y Seguridad Social y, en fin, no haber sido declarada en concurso de acreedores ni haber acordado su disolución.

4. La preparación de las compañías para la incorporación al MaB

Uno de los principales bloques formativos del Entorno consiste en analizar detalladamente los cambios que las empresas deben acometer para su incorporación al MaB. Se trata de determinados requisitos que no se previeron como necesarios para la inclusión en el EpM, precisamente con la finalidad de que las empresas pueden aprovechar su estancia en el Entorno para implementarlos de forma paulatina y generar un cambio cultural en el personal, circunstancias clave para el éxito de la incorporación al mercado. A continuación nos referiremos a los principales, sin ánimo de análisis detallado pero sí con unas referencias básicas que permitan evidenciar las profundas implicaciones que tienen para las empresas y para sus administradores y accionistas.

4.1 La transformación a sociedad anónima

Uno de los requisitos formales de incorporación al MaB es que las sociedades deben revestir la forma de sociedad anónima. En el tráfico mercantil español actualmente la gran mayoría de las sociedades son de responsabilidad limitada, por lo que una de las actuaciones que las empresas del EpM deben realizar es la planificación y ejecución de su transformación a sociedad anónima.

9 Basta recordar en este momento el concepto de "información relevante" que se define en el artículo 228 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, como "toda aquella cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor razonablemente para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros y por tanto pueda influir de forma sensible en su cotización en un mercado secundario".

10 Anexo I de la Circular del Mercado Alternativo Bursátil 6/2018, sobre información a suministrar por empresas en expansión y SOCIMI incorporadas a negociación en el Mercado Alternativo Bursátil.

Formalmente la transformación es una modificación estructural regulada en el Título I de la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de sociedades mercantiles. Aunque no es el momento de analizar ese complejo proceso en profundidad, los pasos a seguir pueden resumirse de la siguiente forma:

1. El órgano de administración tiene que preparar diversos documentos para ponerlos a disposición de los socios:
 - a. Informe en el que se justifique la transformación desde el punto jurídico y económico y se indiquen las consecuencias que tendrá para los socios.
 - b. Balance de la sociedad.
 - c. Informe del auditor sobre el balance, si la sociedad audita sus cuentas.
 - d. Proyecto de escritura y estatutos sociales de la sociedad anónima.
2. Debe solicitarse al Registro Mercantil la designación de un experto independiente que valore el patrimonio no dinerario de la sociedad.
3. La junta general tiene que aprobar la transformación, cumpliendo diversas formalidades.
4. Una vez adoptado el acuerdo, debe someterse a un régimen de publicidad o, alternativamente, de comunicación personal a los interesados.
5. Desde la fecha de publicación o comunicación, los socios que votaron en contra del acuerdo disponen de derecho de separación. En caso de que algún socio ejercitase su derecho de separación, la sociedad estaría obligada a adquirir las participaciones sociales de que fuese titular tal socio, por el valor que acuerden o por el que determine la persona que hayan designado. A falta de acuerdo, pueden designar a un experto independiente para que emita la valoración. Para las empresas que pretenden

incorporarse al MaB planear adecuadamente la transformación y consensuar con los socios el acuerdo es fundamental, con el fin de minimizar el riesgo de ejercicio del derecho de separación, que podría llegar a suponer una cuantiosa obligación para la compañía.

Resulta evidente que la transformación a sociedad anónima provoca diversas diferencias respecto al régimen de las sociedades de responsabilidad limitada. Obviando las diferencias más formales, cabe destacar otras de mayor calado:

- (i) Por lo que respecta al capital social, la cifra de capital mínimo pasa de 3.000 a 60.000 euros. Puede suponerse una cifra modesta para cualquier sociedad que esté preparando su incorporación al MaB, pero en muchas ocasiones es necesario ejecutar una ampliación de capital. En efecto, cada vez es más frecuente que las sociedades de responsabilidad limitada que se financian con aportaciones de capital de nuevos socios mantengan cifras de capital social bajas con grandes primas de emisión para permitir la entrada de nuevos socios.
- (ii) Las acciones de las sociedades anónimas se representan y transmiten de forma distinta a las participaciones sociales. Los socios de las sociedades de responsabilidad limitada, acostumbrados a transmitir las participaciones mediante escritura pública, que constituye su título de propiedad, pasarán a un régimen diferente. Las acciones tienen la consideración de valores y se representan mediante títulos físicos (nominativos o al portador) o mediante anotaciones en cuenta, por lo que su transmisión no requiere de escritura pública, sino que basta con el endoso del título o el traspaso contable.
- (iii) El socio también verá drásticamente modificadas las normas sobre la transmisión de las acciones. Es de sobra conocido que en las sociedades de responsabilidad limitada el régimen de transmisión de las participaciones sociales está basado en el derecho de adquisición

preferente de los socios y en la prohibición de las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente libre la transmisión. En las sociedades anónimas no existe un reconocimiento de derecho de preferencia alguno para el accionista en las transmisiones y se consideran nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisible la acción. Además, las compañías incorporadas al MaB no pueden restringir de ninguna manera la libre transmisión de las acciones, por lo que es necesario eliminar cualquier restricción estatutaria.

La transformación a sociedad anónima es uno de los cambios estructurales más relevantes a los que se enfrentan las sociedades de responsabilidad limitada en su preparación para el MaB, por lo que conviene planificar y realizar con la antelación necesaria para permitir a los socios adaptarse a su régimen jurídico.

4.2 El Consejo de Administración

Aunque en el EpM no existe ninguna limitación sobre la forma que debe revestir el órgano de administración de la sociedad, llegado el momento de la incorporación al MaB sí que existe la obligación de que esté constituido el Consejo de Administración.

En materia de gobierno corporativo es uno de los cambios más importantes que deben implementar las empresas que estuvieran administradas por administradores únicos, solidarios o mancomunados y que es también recomendable ejecutar con antelación. Frente a una toma de decisiones más informal, la existencia de un Consejo requiere decidir de forma colegiada y con la formalidad de levantar actas para consignar las decisiones y acuerdos del Consejo de Administración.

Al conjugar la forma de sociedad anónima con la existencia de un Consejo de Administración, los accionistas deben entender también que se

modifica la forma de designación de los miembros del órgano de administración, al reconocerse un derecho de representación proporcional a los accionistas. Si en una sociedad de responsabilidad limitada mediante mayoría simple puede designarse a la totalidad de los integrantes del Consejo de Administración, sin que los socios minoritarios tengan derecho de representación alguna, el derecho de representación proporcional en las sociedades anónimas influye de forma decisiva en la composición y equilibrio de poderes en el órgano de administración.

Adicionalmente, en el ámbito de las sociedades cotizadas se distinguen entre las categorías de consejeros ejecutivos y no ejecutivos y, dentro de estos últimos, los dominicales y los independientes¹¹. Los estándares de gobierno corporativo generalmente aceptados por los inversores son los recogidos en normas no imperativas, como el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, que contiene recomendaciones sobre la composición del Consejo de Administración en relación con las distintas categorías de Consejeros también para empresas de reducida capitalización. La categorización de los Consejeros es con frecuencia un elemento desconocido para las sociedades no cotizadas y que requiere por tanto de una formación adecuada.

No sólo la adecuada planificación del funcionamiento del Consejo de Administración es un elemento necesario para el cumplimiento normativo de las sociedades incorporadas al MaB, sino que la experiencia previa de los Consejeros en el seno de dicho órgano permite afrontar con mayor seguridad y experiencia las obligaciones derivadas de la normativa del mercado.

4.3 La Comisión de auditoría

Como medida para reforzar el buen gobierno, transparencia y confianza de los inversores de

11 Vid. las definiciones de cada categoría de Consejeros contenidas en el artículo 529 duodecimos del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

las empresas del MaB, desde 2016¹² se introdujo la obligación de que cuenten con una comisión de auditoría, como ocurre con las sociedades cotizadas en el mercado secundario oficial.

La comisión de auditoría es la responsable última de la supervisión de los sistemas de control interno y gestión de riesgos de la sociedad¹³. Por lo que respecta a su composición, tiene que cumplir con una serie de reglas para asegurar que tenga una máxima independencia y que sus miembros tengan conocimientos y experiencia suficientes para desarrollar las funciones de control que la ley le encomienda.

En particular, la comisión tiene que estar compuesta exclusivamente por Consejeros no ejecutivos (dicho de modo muy simple, aquellos que no desempeñen funciones de dirección en la empresa o su grupo) y, además, la mayoría de sus miembros deben ser Consejeros independientes (con la misma simplicidad, Consejeros que hayan sido designados en atención a sus condiciones personales y profesionales, y que puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionados por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos). El Presidente de la comisión debe ser designado precisamente de entre los Consejeros independientes. Se requiere también que al menos uno de sus miembros sea designado teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia en materia de contabilidad y/o auditoría. Todos estos requisitos conducen a una conclusión obvia: la mayoría de las empresas no disponen inicialmente de estructuras adecuadas

para cumplir con los requisitos exigibles a una comisión de auditoría.

Habida cuenta de las importantes funciones en materia de control interno y de la responsabilidad que asumen sus miembros, lo deseable en este punto también es que la primera actuación de la comisión de auditoría no esté relacionada precisamente con la incorporación al mercado, sino que sea un órgano que conozca adecuadamente la compañía de forma previa y cuente con experiencia en sus funciones de supervisión.

4.4 El reglamento interno de conducta

El reglamento interno de conducta es otro de los documentos formales que deben tener las empresas del MaB y que constituye una guía en materia de transparencia y de prevención de las prácticas de abuso de mercado.

Con frecuencia en los mercados de valores se producen situaciones de información asimétrica, en las que durante un tiempo determinados participantes disponen de cierta información antes que los demás. Son las situaciones que generalmente se engloban bajo el término de información privilegiada¹⁴. Con la finalidad de evitar el uso de la información privilegiada y la manipulación de las cotizaciones, las empresas deben contar con mecanismos que regulen las normas de conducta a observar por la propia sociedad, su órgano de administración, sus empleados y, en general, las personas sujetas en sus actuaciones que tengan relación o incidencia en el mercado.

12 En España el origen de las comisiones de auditoría deriva de las recomendaciones del código de buen gobierno de 1998 ("Código Olivencia"), que inspiraron que la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, exigiera que todas las sociedades cotizadas contasen con comisión de auditoría. Fue la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas, que entró en vigor en junio de 2016, la que introdujo la obligación de las denominadas "entidades de interés público", entre las que se encuentran las empresas incorporadas al MaB, de contar con una comisión de auditoría.

13 La regulación de la comisión de auditoría se contiene en el artículo 529 quaterdecies del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Entre las funciones básicas que la ley atribuye a la comisión, susceptibles de ampliación en los estatutos sociales, pueden destacarse la información a la Junta General sobre el resultado de la auditoría de cuentas, explicando cómo ha contribuido a la integridad de la información financiera; la supervisión de la eficacia del control interno de la sociedad, la auditoría interna y los sistemas de gestión de riesgos; la supervisión del proceso de elaboración y preparación de la información financiera que la sociedad debe publicar; la elevación al Consejo de Administración las propuestas de selección y nombramiento del auditor de cuentas; la emisión anual, con carácter previo a la emisión del informe de auditoría de cuentas, de un informe en el que expresará una opinión sobre la independencia de los auditores; etc.

14 El artículo 226 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, define como información privilegiada "toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables o instrumentos financieros de los comprendidos dentro del ámbito de aplicación de esta ley, o a uno o varios emisores de los citados valores negociables o instrumentos financieros, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación".

El elemento principal con que deben dotarse las empresas que pretendan incorporarse al MaB en esa prevención del uso de información privilegiada es el denominado reglamento interno de conducta. A pesar de que es un documento con un lenguaje y estructura muy técnicos, su contenido principal puede sintetizarse con carácter general bajo unos grandes epígrafes:

- Definición del ámbito subjetivo de aplicación, esto es, las personas a quienes resulta de aplicación el reglamento.
- Normas de conducta en relación con la información privilegiada. Entre las medidas más frecuentes en relación con el tratamiento de la información privilegiada se encuentra el establecimiento de normas de seguridad para la custodia y acceso de la información, la fijación de límites para su difusión, la llevanza de un registro de iniciados, el establecimiento de prohibiciones de compra, venta o recomendación sobre los valores afectados, etc.
- Normas para la comunicación de la información relevante, con identificación de los responsables, el canal, el papel del asesor registrado, etc.
- Medidas en relación con las operaciones de autocartera, con la finalidad de evitar que las decisiones sobre adquisición o venta de acciones en autocartera puedan verse afectadas por el conocimiento de información privilegiada.
- Normas para la identificación y pautas de actuación ante situaciones de conflicto de interés.

El objetivo perseguido en el EpM es que las futuras empresas del MaB no consideren el reglamento únicamente como un trámite necesario para la incorporación al MaB, sino como una guía

para que todos los sujetos implicados conozcan realmente sus pautas de comportamiento e interioricen su importancia. El incumplimiento de las obligaciones legales en materia de información privilegiada puede tener consecuencias muy relevantes tanto en el ámbito del derecho administrativo sancionador como, incluso, en el ámbito penal.

4.5 Las modificaciones estatutarias

En el momento de su incorporación al MaB, las sociedades deben acreditar diversas previsiones en sus estatutos sociales¹⁵:

- Comunicación de participaciones significativas. Obligación de los accionistas de comunicar la adquisición o pérdida de acciones que alcancen, superen o desciendan del 10% del capital social y sucesivos múltiplos, o del 1% y múltiplos para administradores y directivos.
- Publicidad de los pactos parasociales. Obligación de los accionistas de comunicar la suscripción, prórroga o extinción de pactos parasociales que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o que afecten al derecho de voto.
- Solicitud de exclusión de negociación en el MAB. Obligación de la sociedad, en caso de adoptar un acuerdo de exclusión de negociación del Mercado que no esté respaldado por la totalidad de los accionistas, de ofrecer a los accionistas que no hayan votado a favor de la medida la adquisición de sus acciones¹⁶.
- Cambio de control de la sociedad. Obligación del accionista que reciba una oferta de compra que determine que el adquirente vaya a ostentar una participación de control (más del 50% del capital) de no poder transmitir la aludida participación a menos que el potencial adquirente ofrezca a

15 Vid. desarrollo en el apartado 2 del artículo segundo de la Circular del Mercado Alternativo Bursátil 2/2018, sobre requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el Mercado Alternativo Bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión y por SOCIMI.

16 Cabe recordar que a las empresas incorporadas al MaB no les resulta de aplicación el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Por ese motivo se requiere incluir en estatutos sociales la regulación relativa a la exclusión de negociación y al cambio de control, con la finalidad de traer al MaB soluciones similares a las previstas en la normativa de OPAs.

la totalidad de los accionistas la compra de sus acciones en las mismas condiciones.

Entre el conjunto de actuaciones preparatorias para la incorporación al mercado se encuentra, por tanto, la modificación de los estatutos sociales para incluir las previsiones indicadas. Aunque puede parecer un trámite automático, en la medida en que impone determinadas obligaciones a los socios es conveniente que la Junta General que haya de acordar la modificación estatutaria se celebre con antelación suficiente para que los socios conozcan las implicaciones del nuevo régimen jurídico que resultará de aplicación durante la etapa de negociación en el mercado.

4.6 La representación de las acciones en anotaciones en cuenta

La gran mayoría de las sociedades anónimas no cotizadas tienen sus acciones representadas mediante títulos nominativos (lo más frecuente) o al portador. Las acciones también pueden representarse mediante las denominadas anotaciones en cuenta, el modo de representación basado en anotaciones contables obligatorio para las sociedades que pretendan incorporarse al MaB.

En el proceso de transformación de los títulos¹⁷, debe designarse a la entidad encargada de la llevanza del registro contable. En el caso de sociedades no admitidas a negociación, dicha entidad puede ser cualquier empresa de servicios de inversión o entidad de crédito; las empresas admitidas a negociación deben designar al depositario central

de valores, que es la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal, comúnmente conocida como IBERCLEAR.

Con las anotaciones en cuenta la legitimación para el ejercicio de los derechos del socio y para acreditar la propia titularidad de las acciones se confiere por los asientos del registro contable: la persona que aparezca inscrita se presume como el titular legítimo¹⁸. En consecuencia, cuando una persona de buena fe adquiera acciones del titular que figure en el registro contable, está protegido frente a terceros que pretendan reivindicar su propiedad.

La transmisión de las acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta se lleva a cabo mediante transferencia contable y la inscripción de la transmisión a favor del adquirente que realice la entidad encargada de la llevanza del registro contable¹⁹ tiene los mismos efectos que la entrega de los títulos físicos. La transmisión es oponible a terceros desde el momento en que se practique la inscripción.

4.7 La adecuación del valor unitario de las acciones

Una de las cuestiones que más se debate, analiza e influye en la decisión de incorporarse al mercado es la capitalización de la compañía en el momento de su incorporación. Íntimamente relacionado con la valoración de la compañía está la fijación del precio por cada acción. Es frecuente que las sociedades

17 La transformación de los títulos en anotaciones en cuenta requiere seguir un procedimiento formal que, muy resumidamente, se produce mediante el acuerdo de la Junta General de la sociedad, su elevación a público, inscripción en el Registro Mercantil y comunicación a la CNMV.

18 En relación con la legitimación para el ejercicio de los derechos del socio, cabe recordar la importancia de los certificados de legitimación, que en el ámbito de las anotaciones en cuenta se expiden con la finalidad de acreditar la legitimación para la transmisión de las acciones, el ejercicio de los derechos del socio y la acreditación de los derechos reales o gravámenes sobre las acciones. Los certificados de legitimación se regulan en los artículos 19 y siguientes del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

En este momento basta con indicar que la entidad encargada del registro contable es quien expide los certificados de legitimación a petición del titular de los valores o del beneficiario de los derechos reales o gravámenes. En ellos se identifica al titular, los valores y los derechos reales o gravámenes que recaigan sobre ellos, la finalidad para la que ha sido expedido, su fecha de expedición y su plazo de vigencia. Durante el plazo de vigencia del certificado las acciones quedan inmovilizadas, esto es, la entidad encargada del registro contable no puede dar curso a transmisiones ni a gravámenes hasta que el certificado no haya sido devuelto.

19 El registro contable de anotaciones en cuenta se lleva en la práctica mediante un sistema denominado de "doble escalón". Por una parte, del registro central (que muestra el número de valores que tiene cada entidad participante) se ocupa IBERCLEAR y por otra, del registro de detalle (que muestra quién es el titular de cada valor) se ocupan las entidades participantes.

no cotizadas de reducida capitalización tengan una cifra de capital social baja y que se hayan financiado mediante la creación de participaciones sociales o acciones con una elevada prima de emisión, de modo que el valor de cada acción o participación supere los cientos o incluso miles de euros.

Llegado el momento de la incorporación al mercado es importante tratar de acomodar a la práctica más aceptada el valor unitario de cada acción. En este sentido, en los mercados de valores españoles es infrecuente que el precio por acción tenga valores muy elevados, que sobrepasen la barrera del centenar de euros.

Con esa finalidad de adaptar el valor unitario de cada acción a un precio de cotización más bajo la Junta General puede planificar la adopción de un acuerdo de desdoblamiento o *split* de las acciones en circulación, de forma que mediante la creación de un mayor número de acciones se logre ese valor unitario inferior. Aunque estas operaciones no tienen ningún efecto económico directo sobre las acciones, fijar un adecuado valor por acción sí permite dotar de mayor liquidez a los valores y mejorar en consecuencia los volúmenes de contratación.

4.8 La difusión del capital social

Tampoco se requiere por las bases de funcionamiento del EpM ninguna estructura concreta del capital social. En el caso del MaB sí que existe el denominado requisito de distribución suficiente que las compañías deben cumplir para su incorporación (previamente o mediante la ejecución de una operación de colocación simultánea al momento de la incorporación al mercado): los accionistas que individualmente sean titulares de un porcentaje de capital inferior al 5% deben representar conjuntamente un valor de al menos dos millones de euros.

Si la sociedad que pretende su incorporación al MaB cumple previamente con el requisito de distribución suficiente, podrá optar entre dos alternativas para la incorporación de sus acciones al mercado:

1. La incorporación con colocación de acciones para lograr que la compañía o sus accionistas capten fondos, bien mediante oferta pública de venta (OPV) u oferta pública de suscripción (OPS).
2. La incorporación mediante *listing*, que es como se denomina al proceso por el que las acciones de la compañía pasan a cotizar en el mercado sin necesidad de lanzar un previo proceso de venta o suscripción.

El calendario y el trabajo es muy distinto en uno y otro caso. Si se decide llevar a cabo una colocación de acciones intervendrá una de las denominadas entidades colocadoras para que se encargue del diseño y ejecución de la oferta²⁰.

Las plataformas de financiación participativa, reguladas en nuestro ordenamiento desde la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, pueden tener un papel muy importante en la preparación de la estructura de capital para lograr el cumplimiento del requisito de distribución suficiente sin esperar a ejecutar una OPV u OPS en el momento de la incorporación. Actualmente dos de las plataformas registradas en la CNMV tienen la condición de entidades adheridas al EpM.

5. Bibliografía

CANO MARTÍNEZ, D.: "El AIM británico y Alternext francés como referencias para el MAB EE español", *Análisis financiero internacional*, 2008, nº 132, pp. 21-29.

20 La entidad colocadora es uno de los actores fundamentales en el proceso de incorporación al mercado en los casos en que se realizan OPV u OPS. Entre sus funciones, se encarga de analizar la demanda potencial de las acciones que se pretenden colocar; realiza la *due diligence* previa junto con el asesor registrado (tanto de aspectos legales como operativos, financieros y de gobierno corporativo), elabora el *equity story*, etc. Una vez desarrollados todos los trabajos preparatorios, lleva a cabo la campaña de *roadshow* con los potenciales inversores y, en función de las órdenes recibidas, elabora una propuesta de precio de salida al mercado y de distribución de las acciones. Vid. la "Guía de buenas prácticas de las entidades emisoras en el Mercado Alternativo Bursátil" elaborada por BME, pp. 32 y ss.

GARCÍA STUYCK, M., "El MAB, oportunidad de salida para el capital riesgo y de financiación para las pymes", *Revista española de capital riesgo*, nº 1/2010, pp. 81-86

GIRALT, A., GONZÁLEZ-NIETO MÁRQUEZ, J., "Financiación de la PYME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB", en *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación*, coord. por CRESPO ESPERT, J.L. y GARCÍA TABUENCA, A., 2012, pp. 235 y ss.

GONZÁLEZ-NIETO MÁRQUEZ, J.: "El Asesor Registrado, pieza clave en la regulación del Mercado Alternativo Bursátil para

empresas en expansión", *Revista española de capital riesgo*, nº 2/2008, 65-70.

MARIÑO GARRIDO, T. (Dir.), *El Mercado Alternativo Bursátil*, Editorial Aranzadi, 2012

OCHOA ARRIBAS, C., "El Entorno Premercado de la Bolsa Española", *Economía* 3, abril 2017.

OLIVARES BLANCO, I.: "El Mercado Alternativo Bursátil: características y diferencias frente al mercado bursátil", *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, pp. 237-252, 2008

OFICINAS GASSET

OFICINAS PARA PROFESIONALES



WHY CHOOSE OFICINAS GASSET?

Fantastic fully furnished offices with great views to the Ortega y Gasset street in Madrid. High quality meeting rooms for up to 40 people available for outside hire. Services offered to tenants: reception, telephone, WI-FI, mail and printing.



OFFICES

Fully equipped offices to rent for a minimum of 3 months. All of them with great views to Claudio Coello and Ortega y Gasset.



MEETING ROOMS

3 meeting rooms with capacity for between 8 to 40 people, also available for outside hire. Versatile and fully equipped rooms to be used for presentations and conferences.



CONFERENCE ROOMS



MEETING ROOMS



OFFICES



MODERN MEETING ROOMS

Situated in the middle of the best business district of Madrid, Oficinas Gasset has recently opened premium serviced offices for professionals.



BEST BUSINESS DISTRICT OF MADRID

Premium offices for professionals recently opened in the best district of Madrid.