



FACULTAD DE DERECHO

MÁSTER DE ACCESO A LA ABOGACÍA

TRABAJO DE FIN DE MÁSTER

**“EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL. ASPECTOS
LEGALES PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN”**

**“THE ALTERNATIVE STOCK MARKET. LEGAL ASPECTS
FOR EXPANSION COMPANIES”**

Autor/a: José Manuel Benito Díaz-Mayordomo

Tutor/a: Adoración Pérez Troya

Febrero de 2017

Resumen

El objetivo de este TFM es analizar los aspectos legales de las empresas en expansión que deseen formar parte del Mercado Alternativo Bursátil. De un tiempo a esta parte, sobre todo a raíz de la crisis económica de 2008, las posibilidades de financiación bancaria o autofinanciación de las pequeñas y medianas empresas se han reducido considerablemente, por lo que ha aumentado la importancia de conseguir financiación en los mercados. A este fin, el Mercado Alternativo Bursátil se configura como un foro eficaz para que estas empresas puedan obtener el capital necesario para seguir creciendo y a la vez se proteja a los inversores que depositan su confianza en ellas. Es por tanto, conocer los fundamentos, la organización y la historia del Mercado Alternativo Bursátil, así como su sistema normativo y los aspectos legales a tener en cuenta por las empresas en expansión, el objeto fundamental de este trabajo.

Abstract

The objective of this TFM is to analyze the legal aspects of the expanding companies that wish to be part of the Alternative Stock Market. At a time to now, especially as a result of the economic crisis of 2008, the possibilities of bank financing or self-financing of small and medium-sized enterprises have been reduced considerably, which has increased the importance of obtaining financing in the markets. So, the Alternative Stock Market is configured as an effective forum for these companies to obtain the necessary capital to continue growing up and at the same time protect investors who decide trust in them. In conclusion, know the fundamentals, organization and history of the Alternative Stock Market, as well as its regulatory system and the legal aspects that need to be taken into account by the expanding companies, the fundamental aim of this study.

Palabras clave

Mercado Alternativo Bursátil. MAB. Empresas en Expansión. Fundamentos del MAB. Organización del MAB. Requisitos necesarios para cotizar en el MAB. Iter para formar parte del MAB. Transparencia.

Keywords

Alternative Stock Market. MAB. Companies in Expansion. Fundamentals of MAB. Organization of the MAB. Requirements to be quoted in the MAB. Iter to be part of the MAB. Transparency.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	6
1.2. Objetivos y justificación del trabajo	6
1.3. Aproximación a los principios reguladores del mercado de valores	8
2. EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL. EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y ORGANIZACIÓN	11
2.1. Evolución histórica del Mercado Alternativo Bursátil	13
2.2. Organización del Mercado Alternativo Bursátil.....	17
3. SISTEMA NORMATIVO DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL....	21
3.1. Tratados, Reglamentos y Directivas comunitarias	21
3.2. Texto Refundido de Ley del Mercado de Valores.....	24
3.3. Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil.....	26
3.4. Circulares e Instrucciones del Mercado Alternativo Bursátil.....	27
4. ASPECTOS LEGALES PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN.	30
4.1. Requisitos necesarios para cotizar en el MAB	30
4.2. Iter a seguir para formar parte del MAB	44
4.3. Transparencia debida por las sociedades.....	51
5. CONCLUSIONES	59
6. BIBLIOGRAFÍA	68
6.1. Manuales.....	68
6.2. Artículos doctrinales.....	69
6.2. Páginas Web	71
7. LEGISLACIÓN	74
7.1. Derecho Comunitario	74
7.2. Leyes Orgánicas y Ordinarias	75

El Mercado Alternativo Bursátil. Aspectos legales para empresas en expansión.

7.3. Reales Decretos	76
7.4. Órdenes Ministeriales	77
7.5. Reglamentos	77
7.6. Circulares.....	77

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Objetivos y justificación del trabajo

En nuestro actual sistema económico, es de todos conocido el papel fundamental que desempeña la sociedad, especialmente, la figura de la sociedad mercantil, que cuando se trata además, de sociedades de gran magnitud cualquier circunstancia que pueda alterarla afectará a multitud de personas, tales como a multiplicidad de accionistas, proveedores, empleados, etc. Sin embargo, ¿Cómo puede llegar una pequeña o mediana empresa¹ a convertirse una gran sociedad?

Tradicionalmente, los pilares de crecimiento de las sociedades han sido un buen producto o servicio, una buena estrategia y organización empresarial, el marketing adecuado y por supuesto, un plan de financiación que permita llevar a cabo los otros puntos. La financiación es el combustible que alimenta a la empresa y la permite, siempre y cuando cuente con las otras vicisitudes esgrimidas, crecer y desarrollarse hasta alcanzar la magnitud que se desee. Además, la secuencia de financiación utilizada por las empresas habitualmente es, por este orden, la autofinanciación, la deuda y la aportación de capital social².

Por tanto, la financiación en los mercados con el objetivo de obtener capital social, es una de las operaciones más importantes para una empresa que aspire a crecer. Sin embargo, como en todo lo concerniente a los mercados financieros en general, es necesario paliar esta necesidad de financiación de las empresas a la par que se ofrece unos mecanismos correctos para ello, con el objetivo de proteger a los inversores en general y al pequeño inversor- ahorrador en particular.

¹ En adelante ‘‘PYME’’.

² BUSTOS CONTELL, E. y MARTINEZ CONESA, I. ‘‘El MABEE’’ en AAVV. Directora. MARIÑO GARRIDO, T. Coord. BELTRÁN, E. y CAMPUZANO, A.B. *El Mercado Alternativo Bursátil*. Ed. Aranzadi, S.A. 2012. Más específicamente en su capítulo II, pág. 35 y ss.

El fin de este trabajo es elaborar un estudio sobre uno de estos mecanismos de financiación en los mercados, que no es otro que el Mercado Alternativo Bursátil³. Dada su amplitud y complejidad, este trabajo tan solo comprenderá el segmento del MAB relativo a las Empresas en Expansión, por ser el más extenso y por tanto, más importante. Para ello, en primer lugar se expondrá brevemente la evolución histórica en España del MAB y el sistema organizativo que lo rige. Después, se hará un análisis del sistema normativo que lo regula partiendo de lo más general, la Directiva Europea 2004/39/CE de 21 de abril de 2004, hasta lo más particular, como son las Instrucciones del Mercado Alternativo Bursátil. A continuación se comentarán los aspectos legales para las empresas en expansión centrándose en los requisitos necesarios para cotizar en el MAB, el iter a seguir para formar parte del mismo y la transparencia debida por las sociedades. Por último, acabaremos concluyendo cuales son los fundamentos principales del MAB, cómo ha sido su evolución histórica y cómo es su organización, los objetivos de su normativa, las notas más características y relevantes de los aspectos legales a tener en cuenta por las empresas en expansión y, al final, aportaremos nuestra propia opinión al respecto.

Nuestra motivación a la hora de elegir este tema para el trabajo radica en el interés por comprender cómo funcionan los mercados de capitales y financieros, especialmente los mercados de valores, además de querer entender cómo y porqué se regulan. Asimismo, siendo sabedores de que los reguladores estatales tienen que ponderar la necesaria protección del inversor con medidas tendentes a mantener la competitividad del mercado⁴, interesa estudiar esta vicisitud a fin de encontrar un equilibrio perfecto si lo hubiese. Además, parte también de la observación de la sociedad en el momento actual el que vivimos, donde la necesidad de generar empleo es imperiosa, siendo el crecimiento de las empresas en expansión una de las posibles fórmulas para llevar a cabo tal fin. El hecho de que haya un mercado para que las sociedades puedan obtener financiación sin necesidad de tener un gran tamaño es una buena noticia, dado que a día

³ En adelante ‘‘MAB’’.

⁴ BELANDO GARÍN, B. ‘‘La protección pública del inversor en el Mercado de Valores’’. Ed. Thomson Civitas. 2004. Más específicamente en su capítulo I *La ordenación del Mercado de Valores. Presupuestos y Caracteres*. Pág. 28.

de hoy, obtener financiación por parte de las entidades bancarias no parece que resulte fácil.⁵

1.2. Aproximación a los principios reguladores de los mercados de valores.

Como se profundizará más adelante, el MAB es un sistema multilateral de negociación en los que se compran y venden instrumentos financieros de diversos terceros⁶. Por tanto, comparte los mismos valores y fundamentos que la Ley del Mercado de Valores del 28 de julio de 1988⁷ y esta contiene en todo su título décimo, rubricado ‘*Otros sistemas de negociación: sistemas multilaterales de negociación e internalización sistemática*’, y en especial en el capítulo primero de este apartado, una regulación general de los mismos, que en el caso que interesa en la presente obra, se desarrolla en el Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil de 5 de febrero de 2016⁸, como también se expondrá posteriormente. Es por eso que se considera adecuado hacer una breve mención a algunos de los principios reguladores del mercado de valores y del TRLMV a fin de entender que inspira la ordenación de los sistemas multilaterales de negociación, y entre ellos, el MAB.

Es llamativa la cantidad de remisiones que se hace en el TRLMV a desarrollos reglamentarios posteriores, otorgándole una cierta flexibilidad a la ley y convirtiéndola en una ley marco. Esta circunstancia se debe a que no se quiso hacer una ley excesivamente rígida, ya que los cambios en los mercados son rápidos y constantes y por tanto, la regulación al respecto deberá ser adecuada para cumplir sus objetivos⁹.

⁵ GIRALT SERRA, A. y GONZALEZ NIETO-MARQUEZ, J. ‘*El Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Evolución y perspectivas*’.

www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/ARTiculo_MAb_Papeles_Economia16.pdf. Visto en fecha 09/01/17.

⁶ Artículo 317 LMV: ‘*Tendrá la consideración de sistema multilateral de negociación todo sistema, operado por una entidad rectora de las referidas en el artículo 319 que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en esta Ley*’.

⁷ En adelante, ‘*LMV*’ o ‘*TRLMV*’.

⁸ En adelante, ‘*RMAB*’.

⁹ BONELL, R., *Manual de OPAS*, Ed. Difusión jurídica, Madrid, 2010, pág. 28 y ss.

Además, de esta forma se le otorga respaldo legal a las actuaciones de la Administración que sean necesarias para el correcto funcionamiento del mismo en un momento dado de necesidad.

En otro orden de cosas, se menciona que las Bolsas de Valores (Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao), son partes de un mercado de valores único e integrado, debido al principio de unidad del orden económico y del sistema financiero nacional. Por tanto, se entiende que la regulación de los mercados tiene eficacia en todo el ámbito nacional, así como que los poderes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores – de los que se hablará más adelante- se hacen presentes en las distintas Bolsas.

Inspiradas en las Directivas de la Unión Europea, y en base al principio de protección y seguridad al inversor¹⁰, se establecen unas normas de conducta para los agentes que operan en el mercado. Se trata de defender la prioridad de los intereses de los inversores y velar por la transparencia del mercado, prohibiéndose la utilización de información privilegiada¹¹ y siendo obligatorio hacer público todo hecho que pueda influir en las cotizaciones.

Para proteger este principio y en general la ordenación jurídica del mercado, se contempla un régimen sancionador que permite conseguir que todas las actividades financieras queden sujetas a las normas previstas. Las infracciones tipificadas se comprobarán y están clasificadas en muy graves, graves y leves, sancionándose conforme a lo dispuesto en el propio TRLMV.

Aparte de estos principios, también es necesario hablar de una de las especialidades de la Ley del Mercado de Valores vigente respecto de las anteriores regulaciones, la Comisión Nacional del Mercado de Valores¹².

La CNMV se configura como un ente con personalidad jurídica propia de derecho público que se encarga de velar, supervisar e inspeccionar para que todos estos principios - y algunos otros no recogidos en el presente trabajo - tengan su representación material en la realidad. Asimismo, la LMV otorga a la CNMV una serie

¹⁰ Según ALONSO ESPINOSA los intereses del inversor se resumen en tres, a saber, liquidez, rentabilidad y seguridad. *‘Intereses del inversor y derecho del Mercado de Valores’*. Ed. RDBB núm. 208, 1993 Págs. 415 y ss.

¹¹ El uso y distribución de información privilegiada además está tipificado como delito penal en el artículo 282 del Código Penal.

¹² En adelante, *‘CNMV’*.

de competencias al respecto, tales como cuidar por la transparencia de los diversos mercados y la correcta formación de los precios en los mismos, proteger a los inversores promoviendo las informaciones que sean de interés para éstos, velar por el cumplimiento de las normas de conducta por cuantos intervienen en el mercado de valores, asesorar al Gobierno y al Ministerio de Economía y Hacienda en las materias relacionadas con los mercados de valores y el control del cumplimiento de cuantas obligaciones y requisitos se exigen en la Ley, incluyendo el ejercicio de la potestad sancionadora entre otras¹³.

En definitiva, estos principios reguladores del mercado y competencias de la CNMV se configuran como el cauce adecuado para lograr tres objetivos básicos, que según la Organización Internacional de Comisiones de Valores¹⁴ serían la protección de los inversores, la reducción del “riesgo sistémico”¹⁵ y garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes¹⁶.

¹³ Exposición de motivos de la Ley del Mercado de Valores del 28 de julio de 1988.

¹⁴ La OICV, o IOSCO por sus siglas en inglés (International Organization of Securities Commissions), es la organización internacional que reúne a los reguladores de los mercados de valores del mundo y es reconocido como el pionero de las normas mundiales para el sector de valores. Información extraída de www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco. Última visita 14/01/17. Traducción propia.

¹⁵ En palabras de LÓPEZ DOMÍNGUEZ, I., el “riesgo sistémico” es aquel que *“se materializa cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a un sistema, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante en dicho sistema provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo”*. www.expansion.com/diccionario-economico/riesgo-sistemico.html. Última visita 14/05/15.

¹⁶ Organización Internacional de Comisiones de Valores. *“Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores”*. Septiembre de 1998.

2. EL MERCADO ALTERNATIVO BÚRSÁTIL. EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y ORGANIZACIÓN

El Mercado Alternativo Bursátil es un Sistema Multilateral de Negociación¹⁷, es decir un servicio de contratación, liquidación, compensación y registro de valores. Como bien se expondrá más adelante, el MAB está adaptado a la Directiva Europea 2004/39/CE de 21 de abril de 2004, también conocida como *Market In Financial Instruments Directive*¹⁸, que unifica las reglas de mercado de los estados miembros de la Unión Europea con el objetivo de proteger a los inversores.

Este mercado, gestionado por Bolsas y Mercados Españoles¹⁹, está supervisado por la CNMV. Además, añadir que tiene un ámbito nacional y en su ser aglutina tres segmentos de negociación dirigidos a Sociedades de Inversión de Capital Variable²⁰, a Entidades de Capital de Riesgo²¹ y a Empresas en Expansión²². En definitiva se dirige a empresas por las parte de la oferta de títulos, y a inversores individuales e institucionales, por la parte de la demanda, pudiendo ser las empresas e inversores tanto nacionales como extranjeros indistintamente.

Además, interesa añadir que las PYMES representan el 99% de las empresas españolas, suponen el 80% del empleo y generan el 65% del PIB español²³. Por tanto, el crecimiento y la creación de este tipo de empresas se hace vital para la economía española y, en este escenario, el MAB se configura como una herramienta trascendental para incrementar los niveles de productividad, ya que supone una importante alternativa de financiación y un motor económico que permite a las empresas ser más dinámicas y

¹⁷ En adelante ‘SMN’.

¹⁸ También conocida como ‘Directiva MIFID’.

¹⁹ En adelante ‘BME’.

²⁰ En adelante ‘SICAVS’.

²¹ En adelante ‘ECR’.

²² En adelante ‘EE’.

²³ GIRALT SERRA, A. y GONZALEZ NIETO-MARQUEZ, J. ‘El Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Evolución y perspectivas’.

competitivas, tanto a nivel nacional como a nivel europeo, donde las empresas españolas están empezando a equipararse a las de otros países miembros.²⁴

Como se decía, el MAB es un Sistema Multilateral de Negociación y no un mercado regulado – también llamados ‘‘mercados secundarios’’ -, de forma que ambos tipos de mercados conviven en un ambiente de competencia entre ellos. En cualquier caso, la normativa reconoce al mercado regulado como el de referencia y establece la necesidad de estrictos requisitos para autorizar tanto a los mercados regulados como a sus operadores e intermediarios. A tales efectos, se consideran mercados secundarios oficiales o regulados los siguientes: las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Mercado de Futuros y Opciones MEF, y el Mercado de Renta Fija AIAF.

Por su parte, los Sistemas Multilaterales de Negociación son aquellos sistemas que, como se decía, operados por una empresa de servicios de inversión o por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, han de tener como objeto social exclusivo la gestión de un sistema que permita reunir, según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros. En el mercado español operan Sistemas Multilaterales de Negociación que negocian tanto acciones admitidas en mercados regulados como valores de Deuda Pública Anotada y valores de Deuda Corporativa. De esos Sistemas Multilaterales de Negociación destacan los siguientes, el Mercado Alternativo Bursátil, el Mercado Alternativo de Renta Fija y Latibex²⁵.

La empresa que dirige y gestiona el MAB es Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación, S.A a través de su consejo de administración. BME es, además, el operador de todos los mercados de valores y sistemas financieros de España y uno de los principales referentes entre las plazas financieras mundiales²⁶. Añadir que

²⁴ MARIÑO GARRIDO, T. ‘‘El MAB en la actualidad’’ en AAVV. Directora. MARIÑO GARRIDO, T. Coord. BELTRÁN, E. y CAMPUZANO, A.B. *El Mercado Alternativo Bursátil*. Ed. Aranzadi, S.A. 2012. Más específicamente en su capítulo X, pág. 208 y ss.

²⁵ <http://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/MercadoEsp.aspx>. Visto en fecha 14/01/17.

²⁶ CARRO MEANA, D. Y VELOSO PEREIRA, P., ‘‘Mercado Alternativo Bursátil. Una alternativa de financiación para empresas innovadoras en expansión’’. Ed. Netbiblo 2010. Más específicamente en capítulo II *Características del MAB*. Pág. 62.

BME tiene más de veinte sociedades filiales entre las que destacan Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Valencia, AIAF Mercado de Renta Fija, MEFF, Iberclear, MAB, Visual Trader BME Consulting, BME Innova, BME Market Data e Infobolsa.

Por último, interesa poner de manifiesto que el MAB bebe de las influencias de varios mercados alternativos europeos como el Alternext de París o el Alternative Investment Market²⁷ de Londres, siendo especial de este último debido a su importancia tanto a nivel europeo como mundial²⁸. A modo de ejemplo se dirá que el MAB importó de este Mercado la figura del *Nominated Advisor*²⁹, bautizándola como Asesor Registrado y de la que hablaremos más adelante en el presente trabajo.

A continuación se procederá a hacer una pequeña explicación sobre el recorrido histórico del MAB, seguido de un análisis más pormenorizado de la organización que lo rige y de las distintas figuras que lo integran.

2.1. Evolución histórica del Mercado Alternativo Bursátil.

Desde que la primera Bolsa de Valores se creara en Amsterdam a principios del siglo XVII, se ha globalizado este fenómeno y en la actualidad existen Bolsas en casi todos los países del mundo, siendo la más importante la de New York³⁰. En España, no fue hasta en 1831 que se inauguró la Bolsa de Madrid durante el reinado de Fernando VII³¹. Sin embargo, sus cambios más profundos han venido en estos últimos veinticinco años en los que los sistemas técnicos, operativos y de organización en los que se apoya

²⁷ En adelante ‘AIM’.

²⁸ CASTILLA, M., DURÉNDEZ, A., GARCÍA, D., SÁNCHEZ, S. Y DE TORRES, C. ‘El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para la empresa familiar española’. Ed. EUG 2009. Más específicamente en su capítulo I *La regulación del MAB-EE y el coste para la negociación pública del capital de las empresas en expansión*. Págs. 28 y ss.

²⁹ En adelante ‘NOMADS’.

³⁰ MARTÍNEZ ÁLVAREZ, J.A. Y CALVO GONZÁLEZ, J.L. ‘Banca y Mercados Financieros’. Ed. Tirant lo Blanch Valencia 2009. Más específicamente en su capítulo XI *Introducción a la Bolsa de Valores*. Pág. 254.

³¹ http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2006/10/012-019%20Cover%2001_157.pdf. Visto en fecha 14/01/17.

hoy el mercado han permitido canalizar importantes volúmenes de inversión y dotar a los mercados de una mayor transparencia, liquidez y eficacia.³²

La existencia de los llamados mercados alternativos surge de la necesidad de dar cabida a empresas que por su dimensión no tenían la capacidad de entrar a cotizar en el mercado bursátil tradicional, por los altos costes de acceso y de los requerimientos de información, pero que sin embargo, si que precisaban de una fuente alternativa de financiación. En un primer momento, se intentó dar respuesta a esta visicitud a través de los llamados ‘segundos mercados’. Estos se configuraban como unos mercados bursátiles oficiales regulados dirigidos a satisfacer las necesidades de las empresas que no podían cotizar en el mercado de valores. Sin embargo, la mayoría de estos mercados no consiguieron nunca funcionar con eficiencia debido a su excesiva carga regulativa y normativa³³, por lo que surgieron los mercados alternativos.

En España, el primer ‘segundo mercado’ se estableció mediante el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo mercado de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija y mediante la Orden Ministerial de 26 de septiembre de 1986, permitiendo de este modo que las PYMES pudieran acceder a la financiación que podía ofrecer el mercado de valores. No obstante, como se venía diciendo, este segundo mercado fracasó debido a las exigentes condiciones de acceso y de cotización lo que implicaba una muy poca liquidez al mercado.

Unos años antes, en 1980 se constituye en Reino Unido lo que sería el antecesor directo del AIM, el llamado ‘Unlisted Securities Market’ y que estuvo vigente hasta 1996. Este mercado rebajaba los requerimientos de cotización, ya que no exigía tres años de experiencia previa y tan solo exigía un capital flotante del 10%. También se puede poner como ejemplo la EASDAQ³⁴ que pretendió ser una bolsa paneuropea

³² <http://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/MercadoEsp.aspx>. Visto en fecha 14/01/17.

³³ CASTILLA, M., DURÉNDEZ, A., GARCÍA, D., SÁNCHEZ, S. Y DE TORRES, C. ‘El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para la empresa familiar española’. Ed. EUG 2009. Más específicamente en su capítulo I *La regulación del MAB-EE y el coste para la negociación pública del capital de las empresas en expansión*. Págs. 65 y ss.

³⁴ ‘European Association of Securities Dealers Automatic Quotation System’

propuesta por la Asociación Europea de Intermediarios de Valores³⁵ siendo esta la primera bolsa transfronteriza que se creaba en Europa y que tampoco tuvo una vida muy larga al ser adquirido por NASDAQ Europe³⁶ en 2001³⁷.

Volviendo a España, tras varios estudios y consultas³⁸, el día 21 de febrero de 2006 se constituyó oficialmente el MAB, sin embargo, la aprobación de la normativa no se produjo hasta noviembre de 2007, comenzando el MAB su andadura en junio del 2008³⁹. Su finalidad principal consistía en ofrecer una alternativa a empresas e inversores paralela a otros mercados de cotización. La peculiaridad de este mercado radica en el hecho de que se da entrada a empresas de una dimensión tan reducida que sería imposible su acceso a otros mercados de cierta envergadura y dimensión.

Las razones para la creación de este mercado son tres fundamentalmente: facilitar el acceso al mercado en un contexto europeo de regulaciones cada vez más exigentes, diseñar un mercado a la medida de las empresas de reducida capitalización con la adecuada transparencia y liquidez para los inversores y dotar al mercado de una alternativa bursátil autorregulada y con capacidad de adaptación. Se trata, en definitiva, de un mecanismo para potenciar la aportación de estas empresas al crecimiento de los mercados de negociación españoles⁴⁰, tal y como se viene diciendo.

³⁵ ‘EASD’ por sus siglas en inglés. Asociación formada por un grupo de intermediarios bursátiles, empresas de capital de inversión e instituciones financieras de Europa y Estados Unidos. Soler Movilla (1999).

³⁶ Sección europea de NASDAQ, bolsa de valores estadounidense creada en 1971. <http://business.nasdaq.com/discover/nasdaq-story/index.html>. Visto en fecha 12/01/17. Traducción propia.

³⁷ DURENDEZ GOMEZ-GUILLAMON, A. Y GARCÍA PÉREZ DE LEMA, D. ‘*Otros mercados alternativos: Los casos de Alternext y Aim*’ en AAVV. Directora. MARIÑO GARRIDO, T. Coord. BELTRÁN, E. y CAMPUZANO, A.B. *El Mercado Alternativo Bursátil*. Ed. Aranzadi, S.A. 2012. Más específicamente en su capítulo IX, pág. 182 y ss.

³⁸ Por ejemplo, el efectuado por CRESPO ESPERT, J.L. Y GARCÍA TABUENCA, A. ‘*Empresas españolas con potencial de cotización en los mercados*’. Ed. Servilab, Universidad de Alcalá. 2007.

³⁹ SOLER VÁZQUEZ-GUILLÉN, L y DAVID CARRO MEANO, D. ‘*El mercado alternativo bursátil, nuevo impulso a la financiación*’. Nº 263, Sección Artículos, Julio 2009, Ed. Wolters Kluwer España, pág. 58. LA LEY 20877/2009.

⁴⁰ SÁNCHEZ GALÁN, J.R., ‘*El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): el Mercado de las Pymes*’. Nº 251, Sección Artículos, Junio 2008, Año XXIII, Editorial Especial Directivos. pág. 64. LA LEY 41459/2008.

La experiencia del mercado presenta un balance muy positivo que permite afirmar que se configura como una herramienta recurrente de financiación cada día más consolidada. Así, en enero de 2017 cuenta con un total de sesenta y siete ⁴¹compañías de distinta dimensión y sectores de actividad. En cualquier caso, conviene señalar que sobre todo se ha dado entrada a esta vía de financiación a compañías de sectores que estaban poco o nada representados en el mercado bursátil, lo que contribuye a ampliar las posibilidades de los inversores ⁴².

A la espera de un nuevo informe de BME, el conjunto de compañías que han accedido al MAB han obtenido coincidiendo con su salida al mercado algo más de cien millones de euros y desde su inicio hasta septiembre de 2015, algunas de ellas han realizado ampliaciones de capital posteriores a su incorporación por un importe conjunto de casi trescientos millones de euros. Es decir, un total de cerca de cuatrocientos millones de euros de nuevos recursos para financiar la expansión, fusión y absorción de otras empresas e intercambios accionariales⁴³.

En el plano económico es evidente el crecimiento saludable del balance agregado de las compañías, que en un entorno de crisis, no solo han presentado incremento de los fondos propios y de las cifras de negocio, así como mejoras en los resultados de explotación, sino una gran capacidad de creación de empleo. Además, estas empresas han obtenido otro tipo de ventajas de índole más cualitativo al obtener mucho más apoyo en su crecimiento e internacionalización, al ser más competitivas y al adquirir una mayor notoriedad en todos los ámbitos que la rodean mejorando su prestigio frente proveedores, clientes, competidores, etc⁴⁴.

Si bien pudiera parecer que tuvo un arranque lento, mirándolo ahora con perspectiva, da la impresión de que el MAB ha venido para quedarse y afianzarse como una herramienta eficaz y sumamente necesaria de financiación empresarial.

⁴¹ <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Precios.aspx>. Visto en fecha 09/01/17.

⁴² GIRALT SERRA, A. y GONZALEZ NIETO-MARQUEZ, J. *‘El Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Evolución y perspectivas’*.

www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/ARTiculo_MAb_Papeles_Economia16.pdf. Visto en fecha 09/01/17.

⁴³ Vid. Supra.

⁴⁴ Vid. Supra.

2.2. Organización del Mercado Alternativo Bursátil.

Antes de entrar de lleno en el camino a seguir tanto para la incorporación como para la exclusión del Mercado, es necesario estudiar brevemente estas figuras de Órganos de Gobierno del Mercado Alternativo Bursátil, ya que son las que tienen competencias para admitir o denegar la entrada de cualquier empresa al mercado, en definitiva, son quienes rigen el mercado en favor del buen funcionamiento del mismo.

Cinco son los órganos de gobierno que rigen el MAB y vienen estipulados en el título II del RMAB, a saber en sus artículos 5, 6, 7, 8 y 9. Estos órganos de gobierno son: el Consejo de Administración, el Comité de Coordinación e Incorporaciones, la Comisión de Supervisión, el Director Gerente y la Comisión de Arbitraje.

- El Consejo de Administración se encarga de la dirección y gestión del mercado, fijando las líneas generales de estrategia y debiendo estas corresponderse con las normas generales de estructuración y desarrollo de los mercados de valores españoles. Su composición deberá ser comunicado a la CNMV, así como los acuerdos adoptados en el ejercicio de sus competencias. Este órgano tiene la facultad de administrar y gestionar el mercado, aprobar y modificar el RMAB – si bien bajo autorización expresa de la CNMV -, aprobar las Circulares que sean menester, aprobar tarifas que él mismo aplicará así como los presupuestos del Mercado, incorporar, suspender y excluir a los miembros del Mercado, suscribir los acuerdos necesarios con los sistemas de registro, compensación y liquidación de los valores negociados en el Mercado y designar a los integrantes de la Comisión de Supervisión, al Director Gerente del Mercado y a los integrantes de la Comisión de Arbitraje – de la cual también fijará sus normas de funcionamiento y régimen económico -. Por último, se establece una cláusula de subsidiariedad por la cual este órgano tiene competencias para todo aquello que no esté expresamente atribuido a otro órgano.⁴⁵

⁴⁵ Artículo 5 RMAB: “ El Consejo de Administración es el órgano encargado de la dirección y gestión del Mercado y al que corresponde fijar las líneas generales a que se ajustará su estrategia y desenvolvimiento... ”.

- En lo concerniente al Comité de Coordinación e Incorporaciones, las funciones que le corresponden son las de proponer los criterios aplicables para seleccionar las acciones y otros valores negociables susceptibles de ser incorporados al Mercado, analizar y acordar las propuestas de incorporación de otros valores negociables para su posterior traslado al Consejo de Administración, examinar las iniciativas que le hagan llegar lo Miembros del Mercado, examinar de igual forma la evolución de los valores negociables del Mercado haciendo llegar al Consejo de Administración las oportunas propuestas a tal efecto y por último, analizar y proponer al Consejo de Administración las iniciativas y servicios que puedan contribuir a satisfacer las demandas de los participantes en el Mercado. El Director Gerente – que además preside el Comité - y un representante de cada una de las Bolsas españolas de Valores serán miembros de pleno derecho de este órgano sin perjuicio de que el Consejo de Administración pueda invitar a las reuniones a representantes de las entidades participantes en el Mercado, que asistirán en calidad de observadores con voz pero sin voto. Corresponde al presidente convocar al Comité por iniciativa propia o a petición de la mayoría de sus miembros, reuniéndose con la periodicidad necesaria para el ejercicio de sus funciones y al menos trimestralmente⁴⁶.

- La Comisión de Supervisión es el órgano encargado de la inspección y supervisión del Mercado. Estará compuesta por un mínimo de cinco personas y un máximo de diez, las cuales deberán ser profesionales de reconocida competencia y experiencia en el mercado de valores. La presidencia de la Comisión la ostenta el Director Gerente del Mercado, quien será el que pueda convocarla por propia iniciativa o a petición de la mayoría de sus miembros. En cualquier caso, la Comisión se reunirá con la periodicidad necesaria para el ejercicio de las funciones asignadas y al menos, trimestralmente al igual que en el órgano anterior. Las competencias de este órgano son la verificación de que la contratación en el Mercado se realice de acuerdo con las normas aplicables, la

⁴⁶ Artículo 6 RMAB: “ Corresponderá al Comité de Coordinación e Incorporaciones: a) Proponer los criterios aplicables para seleccionar las acciones y otros valores negociables de las IIC, los valores negociables emitidos o referidos a entidades de reducida capitalización y los restantes valores negociables susceptibles de ser incorporados al Mercado...”

supervisión y control del cumplimiento de la normativa aplicable en materia de disciplina de mercado, la comprobación de que los miembros del Mercado utilizan correctamente los medios técnicos puestos a su disposición, el establecimiento y dirección de los procedimientos necesarios para la adecuada acreditación del personal designado – es decir, de los operadores del Mercado -, la adopción y aplicación de las medidas dirigidas a evitar la práctica de conductas constitutivas de abuso de mercado, la interrupción y suspensión temporal de la contratación de los valores negociables en los casos previstos en el LMV como en cualquier parte de la normativa vigente, la suspensión cautelar de la actuación de los operadores y de los miembros del Mercado en los casos previstos, la revocación de la acreditación de los operadores y por último, la aprobación de las Instrucciones Operativas – de las que hablaremos más adelante -, necesarias para concretar y aplicar las restantes normas del Mercado en las materias relativas a las competencias de la Comisión⁴⁷.

- El Consejo de Administración debe designar a un Director Gerente, al cual, le corresponde la gestión diaria del Mercado y la ejecución de las directrices generales establecidas por el propio Consejo de Administración. Dicho nombramiento, así como su cese debe comunicarse fehacientemente a la CNMV. Entre sus facultades se encuentran la de organizar y coordinar los servicios del Mercado, dirigir y supervisar las actuaciones de las diversas personas que presten sus servicios al Mercado, gestionar el régimen económico del Mercado, coordinar los diversos medios técnicos exigidos para el correcto funcionamiento del Mercado, presidir los Comités de Coordinación e Incorporaciones así como el de Supervisión, encauzar las relaciones e iniciativas del Mercado con las entidades e instituciones interesadas en su funcionamiento, evaluar los procedimientos de relación del Mercado con las entidades emisoras de valores negociables que estén a él incorporados y preparar las oportunas propuestas, aprobar las instrucciones operativas requeridas para concretar y aplicar las circulares del Consejo de Administración y las instrucciones operativas de la Comisión de Supervisión, y por último, adoptar las medidas

⁴⁷ Artículo 7 RMAB: ‘‘ La Comisión de Supervisión es el órgano encargado de la inspección y supervisión del funcionamiento del Mercado... ’’.

disciplinarias y de supervisión de apercibimiento escrito y comunicación pública⁴⁸.

- En cuanto al último de estos órganos, la Comisión de Arbitraje, en la encargada de las resolución de controversias que puedan plantearse por los Miembros del Mercado. De esta forma, tiene que atender las reclamaciones y resolver las controversias que presenten los Miembros del Mercado en cuanto a sus actuaciones en el mismo, de acuerdo con lo establecido en el RMAB y en el resto de normativa. Corresponde al Consejo de Administración designar a la Comisión de Arbitraje que estará integrada por un Presidente, un Secretario y cinco Vocales, elegidos entre expertos en sistemas de negociación bursátil. El Presidente tiene voto dirimente y deberá ser un representante del Mercado, mientras que el Secretario tendrá voz pero no voto y podrá ser el Secretario o Vicesecretario del Consejo de Administración. La Comisión se constituye para resolver cada una de las controversias que se le sometan ante la presencia del Presidente y de dos Vocales, designados por sorteo entre los cinco existentes y adopta la decisión por mayoría de sus integrantes. Por último, la Comisión será convocada a iniciativa del Presidente o por este a petición de la mayoría de sus miembros y sus decisiones tendrán carácter final y no podrán plantearse de nuevo ante otros órganos del Mercado.⁴⁹

⁴⁸ Artículo 8 RMAB: “ Al Director Gerente le corresponde la gestión diaria del Mercado y la ejecución de las directrices generales establecidas por su Consejo de Administración. El Director Gerente será designado por el Consejo de Administración...”.

⁴⁹ Artículo 9 RMAB: “ La Comisión de Arbitraje tiene encomendada la resolución de las controversias que puedan plantearse por los Miembros del Mercado...”.

3. SISTEMA NORMATIVO DEL MERCADO ALTERNATIVO **BURSÁTIL**

Aunque no se trata de una normativa tan extensa como la que rige en los mercados secundarios oficiales, como toda la normativa aplicable a los asuntos económicos y financieros, se trata de una legislación muy prolija, compleja y por supuesto, proveniente de la Unión Europea. Además, como ya se mencionaba en apartados anteriores, se trata de una normativa cuyo objetivo es el de proteger al inversor a la vez que se trata de fomentar la inversión en las empresas como medio para generar el progreso de las mismas y de esta forma empleo y riqueza.

Asimismo, este sistema normativo se caracteriza por su método de producción de normas, es decir de su autorregulación. Esta visicitud hace que la flexibilidad de las normas producidas permitan una mayor adaptación de su contenido a las características de los emisores de valores a los que el mercado ha orientado. Esta autorregulación, junto con la menor exigencia normativa, es posible por la obligación de contratar a un profesional llamado Asesor Registrado – del que ya se ha hecho mención y en el que se profundizará más adelante –, cuya actividad consiste en guiar a las sociedades emisoras durante todo su trayecto en el MAB⁵⁰.

3.1. Tratados, Reglamentos y Directivas Comunitarias.

Antes de entrar de lleno en los Reglamentos y Directivas que rigen en materia de mercados financieros, hay que poner de manifiesto que tanto en el Tratado de la Unión Europea⁵¹ como en varios artículos del Tratado de Funcionamiento de la Unión

⁵⁰ CASTILLA, M., DURÉNDEZ, A., GARCÍA, D., SÁNCHEZ, S. Y DE TORRES, C. *“El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para la empresa familiar española”*. Ed. EUG 2009. Más específicamente en su capítulo I *La regulación del MAB-EE y el coste para la negociación pública del capital de las empresas en expansión*. Págs. 27 y ss.

⁵¹ Artículo 3.3 TUE: *“ La Unión establecerá un mercado interior. Obrará en pro del desarrollo sostenible de Europa basado en un crecimiento económico equilibrado y en la estabilidad de los precios, en una economía social de mercado altamente competitiva, tendente al pleno empleo y al progreso social, y en un nivel elevado de protección y mejora de la calidad del medio ambiente. Asimismo, promoverá el*

Europea⁵² se establecen como competencias directas de este ente supranacional la promoción, acercamiento y amornización de los mercados financieros vigentes en los Estados miembros.

En cuanto a los Reglamentos, hay que poner de manifiesto al Reglamento 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento 648/2012, el cual se trata también de un texto pertinente a efectos del Espacio Económico Europeo⁵³, el que rige en materia de mercados financieros a nivel supranacional, si bien como se señalará a continuación no ha entrado en vigor aún. Y también el Reglamento 909/2014, del Parlamento y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento 236/2012, así como a lo establecido en este Reglamento y en sus normas de desarrollo.

Por lo que concierne a las Directivas, es importante tener en cuenta la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo, - llamada también Directiva MIDFID -, y traspuesta al ordenamiento jurídico español mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Esta Directiva supuso un cambio cualitativo en la legislación europea en esta materia. Su objetivo era el de crear un ambiente regulatorio capaz de asegurar la protección del inversor mientras que era lo suficientemente flexible para permitir la introducción de nuevos mercados y servicios y que estos fueran eficientes⁵⁴.

progreso científico y técnico.''.

⁵² Artículo 14 servicios de interés económico general, artículos 26-29 mercado interior, artículos 45-66 libre circulación de personas, servicios y capitales, artículo 114 aproximación de las legislaciones, artículo 115 aproximación de las legislaciones, procedimiento de directiva, artículo 118 derechos de propiedad intelectual

⁵³ Formado actualmente por los 28 Estados miembros de la Unión Europea más Noruega, Islandia y Liechtenstein.

⁵⁴ DAVIES, R., DUFOUR, A Y SCOTT-QUINN, B. ''The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure'' en AAVV FERRARINI, G. Y WYMEERCSH, E. ''Investor

Además introdujo varias novedades en esta legislación sectorial como por ejemplo la de establecer categorías de clientes e inversores⁵⁵.

Pero esta Directiva debió haber sido derogada con efectos desde el 3 de enero del presente año – en la misma fecha que el Reglamento señalado en el párrafo anterior debió haber entrado en vigor -, por la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014⁵⁶, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE y por el Reglamento 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014.

Sin embargo, a raíz de varias peticiones hechas al Parlamento Europeo y a la Comisión Europea⁵⁷, se promulgaron unas propuestas de modificación tanto de la Directiva 2014/65/UE⁵⁸ como del Reglamento 600/2014⁵⁹ en orden a ampliar el plazo para trasponer la primera a la legislación nacional de los Estados miembros y el plazo de entrada en vigor de ambos. El Consejo de la Unión Europea emitió una resolución por la que se modificaba estos textos legales de forma que la Directiva debía ser traspuesta a los ordenamientos nacionales antes del tres de julio de 2017 y la entrada en vigor tanto de la Directiva como del Reglamento sería el 3 de enero de 2018⁶⁰. Como curiosidad añadir que las previsiones eran que entrara en vigor en el año 2015⁶¹, siendo de vital importancia la actualización de la misma, ya que se ha visto superada por la

Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond”. Ed. Oxford 2007. Más específicamente en su capítulo VI .Págs. 161 y ss.

⁵⁵ FERRANDO VILLALBA, M.L. ‘*Extensión y límites del deber de informar al inversor en MIFID II: Conflictos de interés y asesoramiento financiero*’. RMV N°13 2013. Ed. La Ley Wolters Kluwer.

⁵⁶ También llamada ‘*MIFID2*’.

⁵⁷ http://www.boletininternacionalcnmv.es/imprimir.php?menu_id=1&jera_id=10&page_id=&cont_id=717&print=ok#. Visto en fecha 10/01/17.

⁵⁸ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016PC0056&from=EN>. Visto en fecha 10/01/17.

⁵⁹ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016PC0057&from=EN>. Visto en fecha 10/01/17.

⁶⁰ http://dsms.consilium.europa.eu/952/Actions/Newsletter.aspx?messageid=5125&customerid=26079&password=enc_4136453346423843_enc. Visto en fecha 10/01/17. Traducción propia.

⁶¹ SASTRE CORCHADO, G.J. ‘*La reforma de la MIFID (MIFID2) en Materia de distribución de productos de inversión. La protección de los inversores*’. RMV N°12 2013 Ed. La Ley Wolters Kluwer.

realidad por ejemplo, en cuanto a la creación de nuevas plataformas y sistemas de negociación de derechos de emisión de gases GEI⁶², pero también en otras materias.⁶³

En cualquier caso – y sin querer entrar de lleno en el tema pues no es menester del presente trabajo-, es interesante ver como, si bien las normativa europea tiende a crear una regulación conjunta para todos los mercados financieros de Europa, existe una gran competitividad – querida o no – entre varios modelos y estructuras de mercados financieros, a destacar el modelo francés u horizontal y el alemán o vertical.⁶⁴

3.2. Texto Refundido de Ley del Mercado de Valores.

Como se ponía de manifiesto en el apartado anterior, con la publicación de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para incorporar al ordenamiento jurídico español, entre otras, la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros. La legislación del mercado de valores ha sufrido algunos cambios destacables con posterioridad, pero es la citada Ley 47/2007 la que incorpora un nuevo Título XI en el TRLMV – si bien ahora se corresponde con el Título X -, cuya rúbrica es '*Otros Sistemas de Negociación: Sistemas Multilaterales de negociación e Internalización sistemática*'.

El nuevo Título X se estructuró en tres Capítulos, siendo el Capítulo I el dedicado a los SMN, el Capítulo II el referido a las disposiciones comunes a los mercados secundarios oficiales y a los SMN y el Capítulo III a la Internalización sistemática. En el primero de estos capítulos, se establece de forma más exhaustiva la naturaleza y régimen jurídico de estos sistemas, se regula el concepto, su forma de creación y supervisión, la regulación de sus entidades rectoras, la negociación, compensación y liquidación en los mismos. Por su parte, el Capítulo II se dedica a las Disposiciones

⁶² Gases de efecto invernadero que se encuentran regulados, entre otros, por el protocolo de Kioto.

⁶³ RODRIGUEZ MARTINEZ, I. y BARBERÁ PALANCA, A. '*La MiFID2: Una oportunidad para la regulación de los mercados de negociación de derechos de emisión de GEI y Unidades de Kioto*'. RMV nº12 2013 Ed. La Ley Wolters Kluwer.

⁶⁴ CARBAJALES, M. '*La regulación del mercado financiero*'. Ed. Marcial Pons. Madrid 2006. Más específicamente en su capítulo II *Los Modelos Bursátiles*. Pág. 134.

comunes a los Mercados Secundarios Oficiales y a los SMN encaminado principalmente a las medidas preventivas⁶⁵. Por último, el Capítulo III trata sobre la internalización sistemática, dedicándole únicamente 4 artículos para referirse al ámbito de aplicación, las obligaciones de información, la ejecución de órdenes y el tratamiento a los clientes.

Esta regulación conforma un régimen jurídico de estos sistemas de negociación próximo al de los mercados secundarios oficiales –si bien la flexibilidad de las normas para operar por estos sistemas es mayor que para los mercados secundarios oficiales –, en lo que concierne a la naturaleza jurídica de las entidades rectoras y el sistema de transparencia en la negociación. No obstante, los sistemas organizados de negociación existentes hasta la fecha en España han contado con unas normas que les han permitido funcionar por su capacidad de autorregulación sin que este aspecto signifique que no se respeten los principios fundamentales establecidos en la Ley del Mercado de Valores⁶⁶.

En cualquier caso, es el Capítulo primero el que determina un régimen jurídico para los SMN, cuya creación es libre, sujeta a la previa verificación del cumplimiento de los requisitos establecidos por el TRLMV y sometiéndose a la supervisión de la CNMV. En el artículo 320 del citado cuerpo legal se disponen las materias que el Reglamento de funcionamiento de un SMN ha de regular para la gestión del sistema los aspectos generales sobre instrumentos financieros negociables, los órganos de gobierno del mismo, los miembros, las condiciones de negociación, la compensación y liquidación, así como los métodos de supervisión y disciplina de mercado y la resolución de controversias. Por último añadir que es en el propio RMAB donde se establece que el Mercado estará sujeto al capítulo II del Título VII y los Títulos VIII y X del TRLMV y a sus normas de desarrollo entre otros.⁶⁷

⁶⁵ Artículo 330 TRLMV: ‘ ‘ Cuando España sea Estado miembro de acogida de un mercado regulado o de un sistema multilateral de negociación y la Comisión Nacional del Mercado de Valores tenga motivos claros y demostrables para creer que dicho mercado regulado o sistema multilateral de negociación infringe las obligaciones derivadas de las disposiciones adoptadas... ’ ’.

⁶⁶ INGELMO GARCÍA M.R. ‘ ‘Últimos desarrollos normativos a propósito de los sistemas multilaterales de negociación (SMN) ’ ’. Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº 7, Sección Mercados y Praxis Negocial, Segundo semestre de 2010, Editorial Wolters Kluwer. LA LEY 9569/2010.

⁶⁷ Artículo 4 RMAB: ‘ ‘ El Mercado sujetará su actuación a las siguientes disposiciones generales y a sus normas de desarrollo. El capítulo II del Título VII y los Títulos VIII y X del texto refundido de la Ley del

3.3. Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil.

Como bien se venía diciendo, estos citados Reglamentos de funcionamiento de los SMN se elaboran sobre un esquema que el TRLMV dispone en su artículo 320.2, estableciendo en cuatro bloques las materias que deben regular dichos reglamentos para la gestión de los sistemas. Estas materias son aspectos generales, negociación, registro, compensación y liquidación de transacciones y, por último, supervisión y disciplina del Mercado.

Entrando de lleno en el Reglamento del MAB, en particular, en el primer bloque, referido a los aspectos generales, se halla el objeto del mismo, disponiendo el funcionamiento del Sistema, su ámbito de aplicación y su régimen jurídico. Asimismo, en este bloque se especifican los órganos de gobierno de este SMN. Se establece que Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación dirija y gestione, a través de su Consejo de Administración, el sistema. También este apartado regula que el Mercado, sus miembros y entidades participantes están sujetos a la supervisión de la CNMV, con lo que el régimen jurídico de los mismos queda definido de esta forma sometiéndose al cumplimiento de la normativa citada y con la garantía de la protección de los inversores.

Respecto del bloque negociación, el Reglamento regula las normas y exigencias para facilitar la entrada de miembros y entidades participantes, con establecimiento de unos derechos de los que gozarán y obligaciones que han de cumplir, pero con una mayor flexibilidad que en los Mercados secundarios oficiales. No obstante también se les exige la disposición de medios técnicos y personales adecuados al volumen de su actividad, además de que la incorporación de las acciones, valores e instrumentos financieros negociables lleva consigo la obligación de cumplir con unos requisitos de información, de forma que se ponga a disposición de todas las partes interesadas de forma inmediata dicha información. Esta exigencia de medios tiene como fin garantizar la transparencia, integridad y supervisión en la contratación. El RMAB además establece en este punto que la contratación en este mercado ha de ajustarse a la normativa general del Mercado de valores español, sin perjuicio de las especialidades que se deriven de las características propias de los valores que se negocien en el

mercado. Así pues, la contratación se reserva a sus miembros, siendo el Consejo de Administración el que determina las normas de contratación aplicables a cada uno de los segmentos de contratación del mercado.

En el tercer bloque sobre registro, compensación y liquidación de transacciones, se aborda únicamente en dos artículos del Reglamento. En estos, se dispone que las operaciones efectuadas en el Mercado sean compensadas y liquidadas a través del procedimiento que se convenga con la Sociedad de gestión de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. Pero además, se abre una posibilidad a que el BME pueda suscribir acuerdos con otras entidades de contrapartida central y sistemas de compensación y liquidación dentro de los límites que el TRLMV⁶⁸ establece.

Por último, en el cuarto bloque sobre supervisión y disciplina de mercado, en el RMAB ⁶⁹se habilita al Mercado para que regule, mediante Circular⁷⁰, las normas aplicables a los procedimientos de supervisión que se tramitarían en el supuesto de que hubiera indicios o información relativa a un posible incumplimiento de la normativa en materia de abuso de mercado. En cualquier caso, el sistema tiene la obligación de elaborar y actualizar dichos procedimientos, tanto a nivel interno elaborando protocolos de actuación, como en la comunicación de los procedimientos al supervisor, entre el Mercado y la CNMV, y la transmisión de la información sobre abuso de mercado en aquellos procedimientos de supervisión que se tramiten.

3.4. Circulares e Instrucciones del Mercado Alternativo Bursátil.

Como se venía diciendo, la normativa aplicable a los mercados o sistemas organizados de negociación es escasa en comparación con la de los mercados secundarios oficiales. En consecuencia con lo anterior, las Circulares e Instrucciones

⁶⁸ Artículo 325 TRLMV: *“ A fin de procurar la transparencia del sistema y la eficiencia en la formación de los precios, los sistemas multilaterales de negociación estarán obligados a difundir información de carácter público sobre las operaciones sobre acciones admitidas a negociación en el sistema que a su vez se negocien... ”.*

⁶⁹ Artículo 38.4 RMAB: *“ BMESN detallará, por medio de la correspondiente Circular, las normas aplicables a los procedimientos de supervisión previstos en este Reglamento. ”*

⁷⁰ Circular 11/2016 de 5 de febrero de 2016 de Procedimientos de supervisión del Mercado Alternativo Bursátil.

operativas que se dictan en desarrollo de los Reglamentos generales de los sistemas, regulan diferentes aspectos, entre otros, la liquidación y compensación de valores, el registro de valores incorporados a los sistemas de negociación, la supervisión, reiterándose que esta función es fruto de la capacidad de autorregulación de estos sistemas, normativa que deberá ser clara y precisa para garantizar la seguridad jurídica⁷¹.

Así pues, en muchos aspectos que no han sido regulados son las normas del MAB las que tienen que entrar a precisar los extremos necesarios para el desenvolvimiento ordenado del mercado. Es decir que se puede afirmar que el MAB dispone de un elevado nivel de autorregulación. Es a través de la normativa aprobada por el propio Mercado, que se concreta en las Circulares, que completan y desarrollan la regulación del Mercado, como se definen las líneas principales del régimen aplicable a las entidades que se relacionan con el Mercado, en defecto y completando siempre la normativa de carácter general que pueda ser de aplicación, y en las Instrucciones que se encargan de dirigir asuntos determinados en los momentos que sean oportunos.

Ya en el primer Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil fue aprobado por la CNMV el 25 de abril de 2006 describía el sistema de fuentes del Mercado⁷². En el RMAB actual también se describe el sistema de fuentes normativas del Mercado⁷³, si bien ahora se establece que las Instrucciones operativas no solo provengan de la Comisión de Supervisión.

En relación con las Circulares que apruebe el Consejo y las Instrucciones Operativas, el Reglamento prevé su comunicación a la CNMV que podrá suspenderlas o dejarlas sin efecto en los casos que, en su criterio, infrinjan la legislación del mercado

⁷¹ INGELMO GARCÍA M.R. Vid. Supra.

⁷² Artículo 6 Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil de el 25 de abril de 2006: *Además de las disposiciones relativas a los mercados o sistemas organizados de negociación de valores y del régimen y principios derivados del art. 31, número 4, de la Ley del Mercado de Valores, serán aplicables al Mercado el presente Reglamento, las Circulares que apruebe su Consejo de Administración y las Instrucciones Operativas de la Comisión de Supervisión».*

⁷³ Artículo 4.2 del RMAB: *'' Además de las citadas disposiciones generales contenidas en el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, y en sus normas de desarrollo, serán aplicables al Mercado el presente Reglamento, las Circulares que apruebe el Consejo de Administración y las Instrucciones Operativas del Mercado''.*

de valores o perjudiquen la corrección y transparencia de la negociación y del proceso de formación de precios o la protección de los inversores⁷⁴.

⁷⁴ OLIVARES BLANCO, I. “ *El mercado alternativo bursátil. Características y diferencias frente al mercado bursátil*”. Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº 2, Sección Análisis, Enero-Junio 2008, pág. 237, Editorial LA LEY.

4. ASPECTOS LEGALES PARA LAS EMPRESAS EN EXPANSIÓN

A continuación se pasará a explicar los aspectos legales más relevantes para aquellas empresas en expansión que decidan integrarse en el MAB a fin de obtener financiación. Dada la complejidad de la cuestión a tratar, se ha fraccionado este apartado en tres divisiones - que a su vez se conforman de otras subdivisiones -, a saber: Los requisitos necesarios para cotizar en el MAB, el iter a seguir para formar parte del MAB y la transparencia debida por las sociedades.

Si bien como se decía al comienzo del presente trabajo la normativa aplicable a estos menesteres es menos rígida y costosa que la rige en materia de grandes empresas cotizadas, no es menos cierto que es igual de exigente, de forma que se garantiza el correcto funcionamiento, la libre formación del precio y la necesaria transparencia a fin de que se proteja al inversor y al mismo tiempo se promueva la libre competencia en el mercado.

4.1. Requisitos necesarios para cotizar en el MAB.

En el presente apartado se estudiará lo que es necesario para que una empresa cotice en el MAB. Estos requisitos se encuentran en la Circular 14/2016 Requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el Mercado Alternativo Bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión y por sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI)⁷⁵.

Según esta Circular, como premisa básica, se establece que podrán incorporarse al mercado las acciones de sociedades anónimas, representadas por anotación en cuenta, que tengan su capital social enteramente desembolsado y siempre que no haya ninguna

⁷⁵ En adelante ‘Circular 14/2016’.

restricción legal o estatutaria que imposibilite la negociación y transmisibilidad de las mismas, independientemente de que sean sociedades españolas o extranjeras⁷⁶.

Sin embargo, en aras de conseguir una cierta seguridad para los inversores, se establecen otra serie de criterios, a saber:

4.1.1. Régimen contable e información financiera.

La Circular 14/2016 establece que el régimen contable y toda información financiera que sea difundida por tales sociedades tienen que estar ajustadas a las Normas Internacionales de Información Financiera⁷⁷ o al estándar contable nacional de su estado miembro en caso de ser sociedades constituidas en un estado miembro del llamado Espacio Económico Europeo. En caso de haber sido constituida en un Estado no miembro podrá optar por el NIIF o por los *Generally Accepted Accounting Principles*⁷⁸⁷⁹.

A) Las Normas Internacionales de Información Financiera son estándares técnicos contables que consituyen los Estándares Internacionales o Normas Internacionales en el desarrollo de la actividad contable, de forma que se tratan en la práctica de un manual contable aceptado en la mayor parte del mundo⁸⁰. Son adoptadas por la Junta de

⁷⁶ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 1. Características de las entidades emisoras. 1.1. Valores susceptibles de incorporación. A. Empresas de Reducida Capitalización: *“Podrán incorporarse al segmento de Empresas en Expansión del MAB aquellas acciones emitidas por sociedades anónimas, españolas y extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado y respecto de las que no haya restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de sus acciones. Las acciones estarán representadas por anotaciones en cuenta.”*

⁷⁷ En adelante *“NIIF”*. También llamadas *IFRS* por sus siglas en inglés (*International Financial Reporting Standards*).

⁷⁸ Principios de contabilidad generalmente aceptados. En adelante *“US GAAP”* por sus siglas en inglés (*United States Generally Accepted Accounting Principles*).

⁷⁹ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 1. Características de las entidades emisoras. 1.2.: *“El régimen contable y la información financiera que difundan tales sociedades se ajustarán a los siguientes estándares: a. Si la sociedad está constituida en un país del Espacio Económico Europeo, podrá optar entre las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), o el estándar contable nacional de su estado miembro. b. Si la sociedad está constituida en un país no miembro, podrá optar entre NIIF o US GAAP.”*

⁸⁰ <http://www.ifrs.org/about-us/pages/what-are-ifrs.aspx>. Traducción propia. Visto en fecha 17/10/16.

Normas Internacionales de Contabilidad⁸¹, institución cuya sede se encuentra en Londres y que está supervisada por la Fundación de Estándares Internacionales de Reportes Financieros⁸².

Esta fundación junto con el organismo que supervisa son de carácter privado, y cuyo objetivo es llevar la transparencia, contabilidad y eficiencia a los mercados financieros de todo el mundo⁸³. Además está financiada por multitud de empresas y organismos públicos, la mayoría de ellos europeos, probablemente porque otros países usen las normas de US GAAP de las que se hablará más adelante. Asimismo se ha de poner de manifiesto que Unión Europea a través de la Comisión Europea es quien más fondos aporta a la Fundación⁸⁴.

Si bien todas las NIIFs son importantes para las empresas en expansión que deseen cotizar en el MAB acogiendo a estos estándares, se ha de destacar la *Norma Internacional de Información Financiera nº7. Instrumentos financieros: Información a revelar*, la cual trata de armonizar las informaciones de las entidades de forma que los usuarios puedan evaluar la relevancia, la situación financiera, el rendimiento de la entidad, así como la naturaleza, la gestión y el alcance de los riesgos de los instrumentos financieros a los que la entidad en cuestión se haya expuesto⁸⁵. En cualquier caso, como se decía, todas estas NIIFs están relacionadas entre sí y a su vez con normativa

⁸¹ Más conocido como IASB por sus siglas en inglés (*International Accounting Standards Board*). En adelante ‘IASB’.

⁸² Más conocido como *IFRS Foundation*.

⁸³ <http://www.ifrs.org/About-us/Pages/IFRS-Foundation-and-IASB.aspx>. Traducción propia. Visto en fecha 17/10/16.

⁸⁴ <http://www.ifrs.org/About-us/Documents/2015-financial-supporters.pdf>. Traducción propia. Visto en fecha 17/10/16.

⁸⁵ Norma Internacional de Información Financiera nº7. Instrumentos financieros: Información a revelar. Artículo 1. Objetivo: ‘‘El objetivo de esta NIIF es requerir a las entidades que, en sus estados financieros, revelen información que permita a los usuarios evaluar: (a) la relevancia de los instrumentos financieros en la situación financiera y en el rendimiento de la entidad; y (b) la naturaleza y alcance de los riesgos procedentes de los instrumentos financieros a los que la entidad se haya expuesto durante el ejercicio y en la fecha de presentación, así como la forma de gestionar dichos riesgos’’.

comunitaria, por lo que habrá que tener en cuenta todas las disposiciones al mismo tiempo a la hora de decidir acogerse a este estándar.⁸⁶

B) En cuanto al estándar contable nacional, no es necesario que sea el estándar de España el que se deba seguir para ello, basta con que sea el estándar nacional del estado miembro del Espacio Económico Europeo del que sea la sociedad en cuestión. En el caso de España nos encontramos ante el Plan General Contable aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre para adaptarse a la normativa contable europea y elaborar un texto contable flexible y abierto y, en su caso, el Real Decreto 1515/2007, el cual dispone un plan específico para PYMES.

Esta normativa proviene de la Ley 16/2007 de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base a la normativa de la Unión Europea, la cual autoriza al Gobierno a que mediante Real Decreto apruebe el Plan General de Contabilidad⁸⁷, que a su vez, proviene de la Cuarta Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad y la Séptima Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa a las cuentas consolidadas, así como del Reglamento (CE) N.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad - que incluyen las Normas Internacionales de Contabilidad en sentido estricto, las actuales

⁸⁶ A modo de ejemplo, mencionar la remisión que hace el propio artículo 3. Alcance. de la Norma Internacional de Información Financiera nº7. Instrumentos financieros: Información a revelar al Reglamento (UE) N° 1174/2013 de la Comisión de 20 de noviembre de 2013 que modifica el Reglamento (CE) n° 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Información Financiera 10 y 12 y a la Norma Internacional de Contabilidad 27.

⁸⁷ Disposición final primera. Habilitación para el desarrollo de la Ley: *“1. Se autoriza al Gobierno para que, mediante Real Decreto, apruebe: a) El Plan General de Contabilidad, así como sus modificaciones y normas complementarias; en concreto, las normas para la formulación de las cuentas anuales consolidadas, al objeto de desarrollar los aspectos contenidos en la presente Ley. Todo ello, de conformidad con lo dispuesto en las Directivas Comunitarias y teniendo en consideración las normas internacionales de información financiera adoptadas por los Reglamentos de la Unión Europea...”*

Normas Internacionales de Información Financiera – que constituyeron a la armonización de las cuentas de las sociedades en el marco de la Unión Europea⁸⁸.

C) Los US GAAP son los principios de contabilidad generalmente aceptados y usados por las sociedades estadounidenses o que cotizan en el mercado financiero estadounidense. Se trata de estándares, interpretaciones, opiniones y boletines creados por el *Financial Accounting Standards Board*⁸⁹, la *Securities and Exchange Commission*⁹⁰, y el *American Institute of Certified Public Accountants*^{91,92}.

Creada en 1973, FASB es la organización independiente, privada y sin ánimo de lucro establecida en Norwalk, Connecticut que establece los estándares financieros contables para las compañías públicas o privadas o para organizaciones sin ánimo de lucro que se rijan por los GAAP. Al igual que el IASB, también la FASB parte de una fundación, llamada en este caso *Financial Accounting Foundation*⁹³ que la mantiene y supervisa, administra y financia. Añadir que los estándares que crea están reconocidos por la SEC⁹⁴.

La *Securities and Exchange Commission* es una agencia del gobierno federal estadounidense cuyo objetivo es proteger a los inversores y mantener la integridad de los mercados de valores⁹⁵. Su paralelismo en España sería la CNMV.

⁸⁸ Preámbulo de Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea.

⁸⁹ En adelante ‘‘FASB’’. Su nombre en español significa Directorio de Estándares de Contabilidad Financiera.

⁹⁰ En adelante ‘‘SEC’’. Su nombre en español significa Comisión de Valores e Intercambios.

⁹¹ En adelante ‘‘AICPA’’. Su nombre en español significa Instituto Americano de Contables Públicos Certificados.

⁹² Este fue solamente hasta 1973 año en el que fue remplazado por el FASB. Sin embargo, muchas de las disposiciones que creó este organismo siguen vigentes. VANGERMEERSCH, R. ‘‘Accounting Principles Board (1959-1973). History of Accounting: An International Encyclopedia’’, editado por MICHAEL CHATFIELD AND RICHARD VANGERMEERSCH. New York: Garland Publishing, 1996. Pp. 11-15. <http://clio.lib.olemiss.edu/cdm/ref/collection/aah/id/99>. Visto a 19/10/16.

⁹³ En adelante ‘‘FAF’’. Su nombre en español significa Fundación de Contabilidad Financiera.

⁹⁴ <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176154526495>. Traducción propia. Vista en fecha 19/10/16.

⁹⁵ <https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>. Visto en fecha 19/10/16.

En cuanto al AICPA se trata de una organización fundada en 1887 que se encarga de velar por la creación de normas y la aplicación de estándares, y sirve como consultor para los cuerpos legislativos, intereses de grupos públicos y otras organizaciones profesionales. Desarrolla estándares para auditorías de compañías privadas y otros servicios como proporcionar materiales educativos a sus miembros entre otros. Vendría a ser como un Colegio Profesional de Contables.⁹⁶

4.1.2. Estado de la sociedad en el momento de la incorporación al MAB.

Es necesario que las empresas que deseen incorporarse al MAB estén dentro del mercado – entendido como el mercado general de bienes y servicios al gran público -, de forma asentada o por lo menos, con importantes indicios de que la actividad comercial va a llegar a buen puerto. Esto se requiere por parte del MAB para que no entren en el mismo empresas que no tengan una actividad comercial real, y que de esta manera se trate de sociedades ‘*meramente especuladoras*’ o incluso de estafas con el fin de atraer el dinero de los inversores.

De este modo, el MAB requiere a aquellas empresas de reducida capitalización que quieran acceder a este sistema multilateral de negociación, no solo que ya se encuentren comercializando sus productos o servicios, sino que además deben estar obteniendo ingresos significativos derivados de dicha comercialización. Aunque si bien es cierto que también permite la incorporación de empresas que hayan desarrollado actuaciones relevantes directas a la preparación de su actividad comercial siempre y cuando estuvieren obteniendo ingresos significativos como consecuencia de transacciones, operaciones y aportaciones financieras fundamentadas en dichas actuaciones preparatorias.⁹⁷

⁹⁶ <http://www.aicpa.org/ABOUT/MISSIONANDHISTORY/Pages/MissionHistory.aspx>. Traducción propia. Visto en fecha 20/10/16.

⁹⁷ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 1. Características de las entidades emisoras. 1.3.: ‘*Las sociedades que soliciten la incorporación al segmento de reducida capitalización (Empresas en Expansión) del Mercado deberán estar ya comercializando productos o servicios o haber ya desarrollado actuaciones relevantes directamente referidas a la preparación de esa actividad comercializadora y, adicionalmente, estar obteniendo ingresos significativos como consecuencia de esa comercialización o de transacciones, operaciones y aportaciones financieras fundamentadas en las actuaciones preparatorias que las sociedades hubieran ya llevado a cabo*’.

Dado que es un mercado bursátil dirigido – no exclusivamente- a las empresas en expansión y de reducida capitalización si que se impone como necesaria una condición sobre la capitalización de las mismas, y es que no puede ser superior a quinientos millones de euros⁹⁸. Este requisito es obvio si se pretende entrar en el segmento de Empresas en Expansión del MAB, dado que no tiene sentido que una gran empresa se pueda considerar “en expansión” ni que requiera de financiarse en el MAB.

Por último, se imponen unas condiciones especiales a aquellas sociedades que en el momento de la solicitud de incorporación no cuenten con dos ejercicios completos. Por un lado se establece que deberán presentar unas estimaciones o previsiones relativas al ejercicio en curso y al siguiente con una serie tasada de datos que deberá ser aprobado por el Consejo de Administración de la sociedad así como ser notificado al mercado de los votos en contra hasta que la compañía alcance tres ejercicios⁹⁹. Por otro lado, los accionistas principales, los administradores y los principales directivos deberán comprometerse a no vender acciones en el plazo de un año desde que se entre en el MAB salvo aquellas que se pongan a disposición del Proveedor de Liquidez¹⁰⁰, figura que se tratará más adelante.

⁹⁸ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 1. Características de las entidades emisoras. 1.4.: *“ En el caso de la incorporación de acciones emitidas por sociedades de reducida capitalización, las mismas deberán tener una capitalización inferior a quinientos millones de euros ”*.

⁹⁹ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 1. Características de las entidades emisoras. 1.5.: *“ Aquellas sociedades que, en el momento en que soliciten la incorporación de sus acciones, no cuenten con dos ejercicios completos deberán presentar unas previsiones o estimaciones relativas al ejercicio en curso y al siguiente en las que, al menos, se contenga información numérica, en un formato comparable al de la información periódica, sobre ingresos o ventas, costes, gastos generales, gastos financieros, amortizaciones y beneficio antes de impuestos. El Consejo de Administración habrá de aprobar estas previsiones o estimaciones y notificarlo al mercado con indicación detallada, en su caso, de los votos en contra. Esta información deberá remitirse hasta que la antigüedad de la compañía alcance tres ejercicios ”*.

¹⁰⁰ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 1. Características de las entidades emisoras. 1.6.: *“ En el caso de sociedades de reducida capitalización, en el supuesto de que la actividad de la sociedad tenga una antigüedad inferior a dos años, los accionistas principales, los administradores y los principales directivos deberán comprometerse a no vender acciones ni realizar operaciones equivalentes a ventas de acciones dentro del año siguiente a la incorporación de la sociedad al Mercado, salvo aquellas que se pongan a disposición del Proveedor de Liquidez ”*.

4.1.3. Reglamento Interno de Conducta.

Además se requiere por parte de la compañía un Reglamento Interno de Conducta a fin de que prevengan prácticas contrarias al mercado y a la seguridad de los inversores¹⁰¹. Esta disposición remite al artículo 225.2 del TRLMV¹⁰² que a su vez, hace referencia a los artículos 228 y 230 de ese mismo cuerpo normativo en cuanto al contenido que debe aparecer en el Reglamento Interno de Conducta. De esta forma, el Reglamento Interno de Conducta debe ser enviado a la CNMV y al MAB a fin de que se cumpla de forma efectiva con este requisito.

Dicho Reglamento deberá contener las disposiciones descritas en los artículos mencionados, los cuales versan sobre información relevante, obligados a difundirla y darle publicidad, limitar el conocimiento de la información relevante únicamente a aquellas personas que sean imprescindible, etc... Además, será necesario un compromiso por escrito que garantice que el contenido del Reglamento es conocido, comprendido y aceptado por todos los sujetos obligados y la actualización del Reglamento a las nuevas disposiciones que sean menester.

Se trata únicamente de un documento que trata de asegurar el cumplimiento de las reglas para la gestión, control y comunicación transparente de la información privilegiada, así como la realización de operaciones de autocartera, e impone ciertas obligaciones, limitaciones y prohibiciones a las personas afectadas, los iniciados y los gestores de autocartera, todo ello con el fin de tutelar los intereses de los inversores en los valores de la sociedad y prevenir evitando cualquier situación de abuso, sin perjuicio de fomentar y facilitar la participación de sus administradores y empleados en el capital de la sociedad dentro del más estricto respecto a la legalidad vigente.

¹⁰¹ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 1. Características de las entidades emisoras. 1.8.: "La compañía deberá disponer de un Reglamento Interno de Conducta ajustado a lo previsto en el art. 225.2 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores".

¹⁰² Artículo 225.2 TRLMV: "Asimismo, las entidades a las que resulte de aplicación lo dispuesto en los artículos 228 y 230 siguientes deberán elaborar, remitir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y cumplir un reglamento interno de conducta en el que incorporarán las previsiones contenidas en dichos artículos y en sus disposiciones de desarrollo. Asimismo, remitirán un compromiso por escrito que garantice la actualización de dichos reglamentos internos de conducta y que su contenido es conocido, comprendido y aceptado por todas las personas pertenecientes a la organización a las que resulte de aplicación".

4.1.4. Estatutos sociales e incorporación de acciones al mercado.

Se impone también como cuestión necesaria para incorporarse al MAB que los Estatutos Sociales de la sociedad hayan previsto e incluido una serie de disposiciones para que, en el caso de que llegara a ocurrir determinadas situaciones, se contemplen respuestas acordes a la necesidad del mercado y a la protección de los inversores.

De este modo, se exige que se cotemple la obligación del accionista de comunicar al emisor la adquisición o pérdida de acciones que alcancen el 10% del capital social, asimismo se impone al administrador y directivo la misma obligación, si bien el porcentaje pasa del 10% al 1%. En cualquier caso dicha comunicación deberá hacerse en el plazo de cuatro días hábiles desde que se produjera el hecho¹⁰³. Además se obliga en el mismo plazo a los accionista a comunicar a la sociedad cualquier pacto parasocial que se acuerde, extinga o prorrogue que restrinja la transmisibilidad de las acciones o incidan donde el derecho de voto¹⁰⁴.

Asimismo, es necesario que tomar determinadas disposiciones tendentes a garantizar los derechos de los inversores en los casos de exclusión de negociación del MAB y en caso de cambio de control de la sociedad. Por ello se exige que en caso de adoptar un acuerdo de exclusión que no este respaldado por todos los accionistas, se ofrezca a los que no han votado a favor un precio justificado por sus acciones, a menos que se acuerde y se admita la cotización de las acciones de la sociedad en un mercado secundario oficial español¹⁰⁵. En cuanto al cambio de control, se observa la obligación

¹⁰³ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 2. Estatutos Sociales. 2.1. Comunicación de participaciones significativas: *“Obligación del accionista de comunicar al emisor la adquisición o pérdida de acciones que alcancen, superen o desciendan del 10% del capital social y sucesivos múltiplos, por cualquier título, directa o indirectamente... En cuanto a los administradores y directivos esa obligación se referirá al porcentaje del 1% del capital social y sucesivos múltiplos. Las comunicaciones deberán efectuarse dentro del plazo máximo de los cuatro días hábiles siguientes a aquél en que se hubiera producido el hecho determinante de la comunicación”*.

¹⁰⁴ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 2. Estatutos Sociales. 2.2. Publicidad de los pactos parasociales: *“Obligación de los accionistas de comunicar a la sociedad la suscripción, prórroga o extinción de pactos parasociales que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o que afecten al derecho de voto. Las comunicaciones deberán efectuarse dentro del plazo máximo de los cuatro días hábiles siguientes a aquél en que se hubiera producido el hecho determinante de la comunicación”*.

¹⁰⁵ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 2. Estatutos Sociales. 2.3. Solicitud de exclusión en el MAB: *“Obligación de la sociedad, en caso de adoptar un acuerdo de exclusión de*

del accionista que reciba la oferta no vender al adquirente que con dicha compra ostente más del 50% del capital social hasta que no oferte al resto de accionistas una oferta de compra en los mismos términos¹⁰⁶.

Sin duda estas disposiciones tienen una clara conexión con la normativa que rige en materia de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones, es decir, con el capítulo quinto del título cuarto rubricado *De las ofertas públicas de adquisición* del TRLMV que posteriormente se desarrolla con el RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

En cuanto a la incorporación de las acciones al mercado, se dispone que tanto las acciones de empresas de reducida capitalización que hayan sido vendidas o suscritas públicamente o no, como las que no hayan sido ni vendidas ni suscritas se podrán incorporar al MAB. Además que las acciones de las que sean titulares accionistas con un porcentaje inferior al 5% del capital social deberán representar en conjunto un valor estimado no inferior a dos millones de euros¹⁰⁷.

4.1.5. Asesor Registrado.

La figura del Asesor Registrado se trata de una persona jurídica con experiencia acreditada suficientemente en asesoramiento de compañías, en particular con relación al

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 acciones a un precio justificado 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. La sociedad no estará sujeta a la obligación anterior cuando acuerde la admisión a cotización de sus acciones en un mercado secundario oficial español con carácter simultáneo a su exclusión de negociación del Mercado. ''

¹⁰⁶ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 2. Estatutos Sociales. 2.4. Cambio de control en la sociedad: '' *Obligación del accionista que reciba una oferta de compra de otro accionista o de un tercero 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 la totalidad de los accionistas la compra de sus acciones en las mismas condiciones. ''*

¹⁰⁷ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 3. Acciones susceptibles de incorporación. 3.1.: '' *Podrán ser incorporadas acciones de empresas de reducida capitalización que hayan sido previamente objeto de una oferta de venta o de suscripción, pública o no, así como acciones que no lo hayan sido. En cualquier caso, 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. ''*

Mercado de Valores (empresas de servicios de inversión, bancos, cajas, despachos de abogados, firmas de auditoría, etc), con un personal cualificado experimentado - al menos 2 empleados responsables - e inscritos en el registro del MAB. Sus funciones principales son, entre otras, comprobar y asistir a la empresa en el cumplimiento de los requisitos de incorporación, revisar la información presentada por la empresa en el momento de su incorporación y posteriormente, además de estar disponibles ante el MAB para atender sus preguntas sobre el emisor, su actividad, cumplimiento, etc¹⁰⁸...

La obligación de tener que disponer de un Asesor Registrado proviene directamente del RMAB¹⁰⁹ que así lo determina en su artículo dieciocho y diecinueve. Pero también aparece en la Circular 14/2016¹¹⁰ e incluso tiene una Circular propia titulada Circular 16/2016, Asesor Registrado en el Mercado Alternativo Bursátil, la cual define esta figura como *‘profesionales especializados que ayuden a empresas interesadas a valorar su idoneidad para incorporarse a los referidos segmentos, revisen que reúnen los requisitos para su incorporación al Mercado y les asesoren en el cumplimiento de las obligaciones que les corresponderán y en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida...se mantienen como un cauce especializado de interlocución con las empresas y como un medio de facilitar la inserción y desenvolvimiento de éstas en el nuevo régimen de negociación de sus valores’* en su exposición de motivos o preámbulo.

¹⁰⁸ SÁNCHEZ GALÁN, J.R., *‘El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): el Mercado de las Pymes’*. N° 251, Sección Artículos, Junio 2008, Año XXIII, Editorial Especial Directivos. pág. 64. LA LEY 41459/2008.

¹⁰⁹ Artículo 15 del RMAB.- Incorporación de valores negociables al Mercado: *‘... En el caso de la incorporación de valores negociables emitidos por sociedades de reducida capitalización, las mismas deberán designar un asesor registrado ante el Mercado, que les asesorará en la incorporación de los valores por ellas emitidos, en el cumplimiento de las obligaciones y responsabilidades que les corresponden por su participación en el Mercado y en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida por el mismo...’*

¹¹⁰ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 4. Designación de Asesor Registrado. 4.: *‘La entidad emisora deberá designar un Asesor Registrado de entre los que figuren en el registro especial establecido al efecto por el Mercado, de acuerdo con lo previsto en el Reglamento del Mercado y en la correspondiente Circular del Mercado. Los emisores deberán proveer a sus Asesores Registrados de cualquier información que estos precisen para cumplir sus obligaciones como Asesores Registrados o que estos le requieran a tal fin’*.

Se trata de una figura importada del AIM de Londres, en el cual operan los NOMADS como se decía anteriormente, que son colaboradores necesarios con las sociedades emisoras acompañándolas en todo el periodo en el que estas coticen en este mercado asistiéndolas en sus obligaciones, es decir en el mismo sentido que se le ha dado al Asesor Registrado en el MAB español.

De esta forma, dependiendo de si un Asesor Registrado decide colaborar con la entidad esta podrá o no incorporarse al Mercado, es decir, hay que llegar a un acuerdo con un Asesor para ser admitido en el MAB. Con ello se establece que el Asesor tiene un doble papel, por un lado son consultores o consejeros de las sociedades cuando estas aún no se han incorporado, y se convierten en controladores o supervisores una vez esta ya llega a cotizar en el Mercado.

Como se decía antes de la incorporación, deberá ayudar y velar porque la sociedad llegue a incorporarse, asistiéndola por ejemplo en la preparación del folleto informativo¹¹¹ o revisando que la información que la empresas proporcione cumpla con los requisitos de la normativa aplicable. Sin embargo, una vez ya incorporada, si bien el Asesor seguirá informando a la sociedad de las obligaciones que se requieran, este también tiene la obligación para con el Mercado de informar al MAB de todos los hechos concernientes a las empresas a las que asesora que incumplan o conozca de un posible o potencial incumplimiento de la normativa, especialmente en cuanto a los deberes de información y remisión de datos al Mercado que las sociedades que coticen en él ostentan. La doble vertiente de la que hace gala la figura del Asesor Registrado como consultor y vigilante hace que se pueda denominar lo que algunos autores y la ciencia económica han llamado *gatekeeper*¹¹², un portero que filtra quien accede y permanece en el MAB.

En definitiva, la normativa del MAB otorgan en parte la responsabilidad de controlar el cumplimiento de la regulación a un agente privado. Para que los Asesores

¹¹¹ CASTILLA, M., DURÉNDEZ, A., GARCÍA, D., SÁNCHEZ, S. Y DE TORRES, C. *‘El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para la empresa familiar española’*. Ed. EUG 2009. Más específicamente en su capítulo I *La regulación del MAB-EE y el coste para la negociación pública del capital de las empresas en expansión*. Págs. 30 y ss.

¹¹² KRAAKMAN, R. H. «Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls», *Yale Law Journal*, 93 (1984), págs. 857 y ss.

Registrados cumplan con dicha responsabilidad, sin duda es necesario una serie de alicientes que les empujen a realizar tal cometido de forma satisfactoria. Tales incentivos provienen de la necesidad de protección de su reputación en el mercado y de las cuasi rentas vinculadas a ella. Sin embargo, hay que tener en cuenta las posibles perversiones que se pueden cometer y que obstaculicen la independencia en el control de las sociedades emisoras puesto que con ellas se establece una relación de clientela prolongada en el tiempo, lo que podría influenciar a la hora de cometer su función de vigilancia, de forma que el mercado se vería afectado negativamente¹¹³.

4.1.6. Proveedor de liquidez.

Para la incorporación de una sociedad en el MAB es necesario asimismo un proveedor de liquidez. Este deberá ser un intermediario financiero que velará porque exista una cierta liquidez y estabilidad al mercado, sin que por eso se garantice la venta o compra de estas acciones.

Esta exigencia proviene también del RMAB¹¹⁴, si bien se observa del mismo modo en la Circular 14/2016¹¹⁵, y al igual que en lo referente al Asesor Registrado, también cuenta con su propia circular, denominada Circular 10/2016, Régimen aplicable al proveedor de liquidez en el mercado alternativo bursátil.

Esta figura se incluyó dado que las sociedades que solicitan su incorporación al mercado, suelen tener problemas de liquidez para con sus acciones, por lo que se hace

¹¹³ CASTILLA CUBILLAS, M. *''El coste de la negociación en el segmento del mercado alternativo bursátil (MAB) para empresas en expansión y riesgos del arbitraje regulativo''*. Nº 231, Sección Artículos, Diciembre 2009, Editorial LA LEY.

¹¹⁴ Entre otros, en el artículo 27.1 RMAB: *'' Sin perjuicio de lo establecido en el artículo 15 de este Reglamento, cuando las características de las entidades emisoras o de los valores negociables incorporados al Mercado así lo exijan, el Consejo de Administración podrá establecer la obligatoriedad de adoptar las medidas necesarias para dotar de liquidez al valor. A tal efecto, la entidad emisora deberá adoptar las medidas necesarias para favorecer la liquidez de las operaciones que afecten a los valores negociables emitidos por la misma, conseguir una adecuada frecuencia de contratación y reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado''*.

¹¹⁵ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 5. Presentación del contrato de liquidez. 5.: *''La entidad emisora, o algunos de sus accionistas de referencia, suscribirá con un intermediario financiero un contrato de liquidez, de acuerdo con lo establecido en el punto 8 de la Circular de Contratación''*.

necesario la intervección de un tercero que facilite la liquidez de estas compañías, de forma que se consiga una suficiente frecuencia de contratación de sus acciones y reducir las variaciones en el precio que provengan de causas diferentes a la propia tendencia del mercado. El intermediario financiero que haga las veces de proveedor de liquidez deberá ser una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito, que deberá suscribir un contrato de liquidez en tales términos con la sociedad emisora o con algunos de sus accionistas mayoritarios.

Por la propia finalidad que se persigue y en general en sintonía con la defensa de los intereses de los inversores, se hace necesario que el proveedor de liquidez actúe independientemente de la sociedad en cuestión, por lo que tendrá que disponer de una estructura interna organizativa que lo respalde y garantice. En concreto, el contrato de liquidez tendrá que contener la prohibición de que el proveedor de liquidez solicite o reciba de la sociedad instrucciones relativas a las condiciones en que deba ejecutar las operaciones en virtud del contrato, y que tampoco podrá recibir o solicitar ningún tipo de información relevante sobre la sociedad no disponible por el mercado.

En definitiva, su función principal consiste en dar estabilidad y ajustar los precios del valor, pero en ningún caso debe hacer olvidar la naturaleza del segmento de empresas en expansión y lo que una inversión en este tipo de empresas significa, por lo que no se trata de una liquidez ilimitada para los inversores, sino de ayudar a compañías con expectativas de crecimiento a medio y largo plazo que buscan inversores no especulativos que confíen en su capacidad de crecimiento futuro¹¹⁶.

4.1.7. Valoración por experto independiente.

Por último se exige una valoración independiente¹¹⁷ por parte de una entidad ajena a la sociedad que presenta la solicitud que estime una valoración del valor de la misma

¹¹⁶ NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G. y ZARZALEJOS TOLEDANO I. ‘La figura del proveedor de liquidez en el mercado alternativo bursátil-segmento de empresas en expansión’. Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº 8, Sección Mercados y Praxis Negocial, Primer semestre de 2011, Editorial LA LEY. LA LEY 3272/2011

¹¹⁷ Circular 14/2016. Segundo. Requisitos de incorporación. 6. Valoración por experto independiente. 6.: ‘La entidad emisora deberá aportar una valoración realizada por un experto independiente de acuerdo con criterios internacionalmente aceptados, salvo que dentro de los seis meses previos a la solicitud se haya realizado una colocación de acciones o una operación financiera que resulten relevantes para

conforme a los estándares internacionales. Se establece asimismo una excepción a este requisito consistente en que dentro de los seis meses anteriores a la solicitud se haya realizado una colocación de acciones o una operación financiera que resulten suficientes para determinar un primer precio de referencia.

4.2. Iter a seguir para formar parte del MAB.

En el presente punto se expondrá el camino a seguir a la hora de incorporarse al Mercado. La formalidad que se desprende de este apartado es necesaria para el correcto funcionamiento del MAB, puesto que permite a las instituciones que lo regulan puedan examinar minuciosamente a las sociedades candidatas. De esta forma, se pretende que haya las mínimas posibilidades de que se incorpore una entidad que no cumpla con los requisitos necesarios de lo que hablabamos en los puntos anteriores y en consecuencia, ponga en riesgo a los inversores.

4.2.1. Escrito de solicitud.

Como se ha mencionado la entrada en el MAB siempre es a instancia de parte por lo que la sociedad emisora que pretenda ingresar en este mercado, deberá enviar en primer lugar un escrito de solicitud¹¹⁸.

Este escrito deberá dirigirse al Mercado y tendrá que estar firmado por alguien que tenga poder bastante para ello según los Estatutos de la sociedad. Además, se establece que en este escrito deberá haber un compromiso por parte del emisor de remitir al

determinar un primer precio de referencia para el inicio de la contratación de las acciones de la sociedad. Esa valoración se utilizará para determinar el precio de referencia''.

¹¹⁸ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 1. Escrito de solicitud. 1.:'' *La incorporación de valores negociables será solicitada por el emisor o por cualquier Miembro del Mercado mediante escrito dirigido al Mercado y firmado por persona con poder bastante. A dicha solicitud se acompañará la documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos de incorporación previstos en el apartado Segundo de la presente Circular, el documento informativo inicial previsto en el punto 2 del presente apartado y la restante documentación e información que en cada caso puedan recabar los órganos de gobierno del Mercado. En la solicitud de incorporación al Mercado, el emisor se comprometerá a remitir al Mercado para su difusión la información relevante que, con carácter periódico o puntual, pueda afectar a la negociación de sus acciones y esté prevista en las normas reguladoras del Mercado.''*

Mercado la información relevante que pueda afectar a la negociación de sus acciones de forma periódica o de manera puntual. Esto se establece sin duda para que el emisor se comprometa, además de en virtud de lo dispuesto en la normativa, por escrito a enviar toda la información acerca de un hecho que pueda influenciar el Mercado de la que disponga.

Añadir también que al escrito de solicitud habrá que adjuntarle toda la documentación que acredite que se cumple con los requisitos arriba expuestos, además de un documento informativo inicial del que se hablará en el siguiente punto y cualquier otra documentación o información que el Mercado le requiera.

4.2.2. Documentación informativa inicial

Como se decía en el apartado anterior, el Mercado exige como paso previo a la incorporación remitir una serie de documentación informativa previa¹¹⁹.

Esta documentación puede ser o bien un Folleto Informativo de Oferta de Valores¹²⁰ si la entidad emisora registra en la CNMV – unida a su justificación de registro –, o bien un Documento Informativo de Incorporación al Mercado. Este último deberá contener la información indicada en el Anexo de la Circular 14/2016 y tendrá que ser aceptado por el Comité de Coordinación e Incorporaciones. El Folleto por su parte, se trata de un documento que describe las características tanto del emisor y su negocio, como de las

¹¹⁹ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 2. Documentación informativa inicial. 2.: ” *En el supuesto de que la entidad emisora registre en la Comisión Nacional del Mercado de Valores un folleto informativo de oferta de valores, deberá aportarse al Mercado el referido folleto, así como justificación de su registro. En defecto de folleto informativo, como consecuencia de los supuestos en los que se exceptúe la obligación de publicar el mismo, según la normativa vigente en cada momento, será necesario presentar un Documento Informativo de Incorporación al Mercado. El Documento Informativo de Incorporación contendrá, como mínimo, la información que se indica en el Anexo de la presente Circular. El Comité de Coordinación e Incorporaciones podrá aceptar como Documento Informativo de Incorporación el mismo documento que haya servido para la admisión a negociación en un mercado extranjero equivalente, con las actualizaciones y adaptaciones que en cada caso estime oportunas. En el caso de valores negociables previamente admitidos a negociación en una Bolsa de Valores se recabará de la Bolsa en cuestión los documentos de índole informativa que la entidad emisora tuviera presentados a efectos de que puedan hacerse valer para el cumplimiento de la información inicial exigida por el Mercado.*”

¹²⁰ En adelante ‘‘El Folleto’’.

acciones de la compañía y del número de títulos que inicialmente se ofertarán al mercado.

La responsabilidad en cualquiera de las dos opciones elegidas, corresponde a los emisores y a sus administradores, siendo suya en caso de ocasionar con su actuación, o mejor dicho no actuación, en cuanto a sus deberes de elaboración de información, de los daños y perjuicios causados a los titulares de los valores¹²¹.

4.2.3. Tramitación e Incorporación.

Una vez se reciba la solicitud, primero se informa de ello a la CNMV y después se da traslado al Comité de Coordinación e Incorporaciones para que evalúe si los valores que se pretenden poner en el mercado cumplen con los requisitos necesarios para ello. Más tarde el Comité de Coordinación e Incorporaciones eleva al Consejo de Administración la evaluación con la propuesta de acuerdo¹²².

En un plazo de tres meses el Consejo de Administración se pronunciará sobre las incorporaciones, bien aceptándolas o bien rechazándolas. También mencionar que el consejo de Administración tiene la potestad de rechazar una solicitud aunque la entidad emisora cumpla con los requisitos en aras de *‘preservar la reputación e integridad del Mercado’*. Además los acuerdos de incorporación se comunicarán a la CNMV, se publicarán en el Boletín del Mercado y figurarán en un registro público.¹²³

¹²¹ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 3. Responsabilidad de la elaboración de la información. 3.: *“ La responsabilidad por la elaboración de la información a publicar relativa a los emisores corresponderá a los mismos y a sus administradores. Estos serán responsables por los daños y perjuicios causados a los titulares de los valores como resultado de que dicha información no presente una imagen fiel del emisor. ”*

¹²² Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 4. Tramitación. 4.: *“ Recibida la solicitud, se dará traslado de ella al Comité de Coordinación e Incorporaciones, que evaluará si los valores negociables cuya incorporación se solicita reúnen los requisitos exigidos para ello. Asimismo, el Mercado se encargará de poner en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la solicitud recibida. El Comité de Coordinación e Incorporaciones elevará al Consejo de Administración el informe de evaluación junto con la correspondiente propuesta de acuerdo ”.*

¹²³ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 5. Incorporación. 5.: *“ El Consejo de Administración deberá pronunciarse sobre las incorporaciones solicitadas en el plazo máximo de tres meses. El Consejo de Administración podrá rechazar la solicitud de la entidad emisora en atención a preservar la reputación e integridad del Mercado con independencia de que dicha entidad cumpla los*

4.3. Iter a seguir para la exclusión de valores negociables en el MAB.

Los valores negociables podrán ser excluidos de la negociación por decisión propia de la compañía o cuando así lo decida de forma motivada el Consejo de Administración, siempre y cuando se den alguno de los siguientes supuestos¹²⁴:

4.3.1. Incumplimiento grave y reiterado de las obligaciones exigibles a la entidad emisora.

Antes de la exclusión de los valores negociables se impone una medida menos drástica la cual consiste en un apercibimiento por escrito a la entidad emisora a fin de que corrijan su incumplimiento o una comunicación pública para poner en conocimiento de todo el mundo la existencia del incumplimiento. Estas medidas tienen especial relevancia en cuanto a obligaciones relacionadas con la remisión y publicación de información, es decir, deberes de transparencia de los que hablaremos más adelante, así como del mantenimiento del Asesor Registrado y del Proveedor de Liquidez.¹²⁵

4.3.2. A solicitud de la entidad emisora.

requisitos exigidos para su incorporación. Los acuerdos de incorporación figurarán en un registro público, serán publicados en el Boletín del Mercado y se comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con el régimen previsto en el Reglamento del Mercado''.

¹²⁴ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 6. Exclusión de valores negociables. 1.: *''De acuerdo con lo previsto en el artículo 24 del Reglamento del Mercado, sin perjuicio de las decisiones que pueda adoptar al respecto la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los valores negociables podrán ser excluidos de la negociación en el Mercado cuando así lo decida, de forma motivada, el Consejo de Administración''.*

¹²⁵ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 6. Exclusión de valores negociables. 1.1.: *''Incumplimiento grave y reiterado de las obligaciones exigibles a la entidad emisora, especialmente en lo que se refiere a la remisión y publicación de información y al mantenimiento de Asesor Registrado y de Proveedor de Liquidez. Con carácter previo, dicho incumplimiento podrá dar lugar a un apercibimiento escrito dirigido a la entidad emisora con objeto de obtener las medidas correctoras correspondientes o una comunicación pública realizada por el Mercado poniendo en conocimiento general la existencia del incumplimiento''.*

En primer lugar, independientemente del tipo de respaldo que se obtenga de los accionistas, la entidades emisoras tendrán que justificar la adopción del acuerdo de exclusión en la Junta General y deberán publicarse como hechos relevantes.

Después habrá que diferenciar entre, por un lado el supuesto de acuerdo unánime de la Junta General, en el que el acuerdo de exclusión se adoptará en cuanto la justificación del mismo haya llegado al Mercado, y por el otro lado, cuando el acuerdo no cuente con el respaldo unánime de los accionistas. En este último supuesto la entidad está obligada a ofrecer al resto de accionistas la adquisición de sus acciones, tal y como si fuera una OPA de exclusión, a menos que acuerde la admisión a cotización en un mercado secundario oficial español de forma simultánea, de forma que le Mercado podrá acordar la exclusión en el momento en el que sea efectiva la incorporación al mercado secundario oficial sin que haya ningún trauma ni efecto sobre la liquidez de los valores negociables.

La emisora cuyos valores negociables superen los quinientos millones de euros durante un periodo ininterrumpido de seis meses deberán solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado en un plazo de nueve meses, si bien existen excepciones dispuestas por el TRLMV y demás legislación al respecto¹²⁶.

¹²⁶ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 6. Exclusión de valores negociables. 1.2.: '' Solicitud de la entidad emisora. a) En el supuesto de acuerdo unánime de la Junta General de Accionistas en la que esté representado el 100 % del capital social, el acuerdo de exclusión se adoptará una vez que obre en poder del Mercado la justificación del acuerdo. b) A falta de respaldo unánime de los accionistas, la emisora deberá ofrecer a los accionistas que no hayan votado a favor de la medida la adquisición de sus acciones, de acuerdo con las previsiones de los Estatutos Sociales. La emisora no estará sujeta a la obligación anterior cuando acuerde la admisión a cotización de sus acciones en un mercado secundario oficial español con carácter simultáneo a su exclusión de negociación del Mercado. En este supuesto, el Mercado podrá acordar la exclusión con efectos a partir de la efectividad de la admisión a cotización de las acciones en un mercado secundario oficial. Sin perjuicio de las excepciones que pudieran resultar de aplicación en virtud de lo establecido en el artículo 77.3 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, la emisora deberá solicitar la admisión a negociación en un mercado regulado en el plazo de nueve meses cuando la capitalización de las acciones que estén siendo negociadas exclusivamente en un sistema multilateral de negociación supere los quinientos millones de euros durante un período continuado superior a seis meses, de acuerdo con lo previsto en el mencionado artículo 77.3 del texto refundido de la Ley del Mercado de Valores y su normativa de desarrollo. c) En todo caso, las entidades emisoras que soliciten la exclusión de negociación deberán justificar la

4.3.3. Otras formas de exclusión de la cotización.

Siendo las dos anteriores las más importantes por ser las más frecuentes, también se dan otras formas de exclusión que cabe mencionar en el presente apartado.

Así, la inobservancia de los requisitos o condiciones exigidos para la incorporación de los valores al segmento del Mercado¹²⁷, o simplemente la inobservancia de las mismas para su incorporación al Mercado¹²⁸, también son motivo de su exclusión. Asimismo en caso de encontrarse en fase de liquidación concursal,¹²⁹ haber sido excluido de la negociación en mercados regulados no españoles¹³⁰ o haber sido admitidos en un mercado secundario oficial español¹³¹ también son motivos suficientes para la exclusión de los valores del MAB.

4.3.4. Procedimiento de exclusión.

En primer lugar el Director Gerente deberá comunicar a la CNMV el caso en concreto de exclusión de la cotización en el Mercado. Después, instruirá el expediente dando audiencia a la entidad emisora en cuestión en los casos de inobservancia de los

adopción del acuerdo de exclusión en Junta General. Tales acuerdos deberán publicarse como hechos relevantes. ''

¹²⁷ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 6. Exclusión de valores negociables. 1.3.: '' *Inobservancia por la entidad emisora de los requisitos o condiciones exigidos para la incorporación de los valores negociables emitidos por la misma, al correspondiente segmento del Mercado''.*

¹²⁸ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 6. Exclusión de valores negociables. 1.4.: '' *Inobservancia por la entidad emisora de la condición exigida a la entidad para su incorporación al Mercado.*''

¹²⁹ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 6. Exclusión de valores negociables. 1.7.: '' *En aquellas sociedades en las que se haya abierto la fase de liquidación de acuerdo con la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, o que se encuentren en fase de liquidación societaria, de conformidad con lo previsto en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio.*''

¹³⁰ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 6. Exclusión de valores negociables. 1.6.: '' *Exclusión de negociación de los valores negociables incorporados al Mercado en los mercados regulados no españoles donde se encontrasen admitidos a negociación.*''

¹³¹ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 6. Exclusión de valores negociables. 1.5.: '' *Admisión a negociación en un mercado secundario oficial español''.*

requisitos y condiciones para su incorporación y en los de incumplimiento grave y reiterado de las obligaciones exigibles.

Cuando el expediente esté completo, se dará traslado de él al Comité de Coordinación e Incorporaciones quien tendrá que redactar una propuesta de resolución que enviar al Consejo de Administración para su resolución final. La decisión que se adopte será de nuevo enviada a la CNMV y se publicará en el Boletín del Mercado. Además añadir que los acuerdos de exclusión serán anunciados con la máxima antelación posible por motivos obvios. Asimismo, si la exclusión viene motivada por la exclusión en mercados regulados extranjeros, el acuerdo de exclusión, junto con la fecha establecida para la misma, se comunicarán a la entidad emisora de los valores¹³².

Por último, la CNMV acordará o no la exclusión. En caso de hacerlo el Mercado publicará el acuerdo y ejecutará la expulsión¹³³, teniendo las entidades emisoras la obligación de aceptar la decisiones de exclusión adoptadas por el Mercado y la obligación de satisfacer las tarifas de exclusión¹³⁴¹³⁵.

¹³² Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 6. Exclusión de valores negociables. 2.: '' Se seguirá el siguiente procedimiento de exclusión: El Director Gerente comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores los casos en los que se plantee la exclusión de valores. El Director Gerente instruirá el expediente y dará audiencia a la correspondiente entidad emisora en los supuestos previstos en los sub apartados 1.1., 1.3. y 1.4. del anterior apartado 1 de este artículo. Una vez completo el expediente, lo trasladará al Comité de Coordinación e Incorporaciones quién deberá elevar la correspondiente propuesta al Consejo de Administración. Las decisiones que el Mercado adopte al respecto se trasladarán inmediatamente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y se publicarán en el Boletín del Mercado. En el caso de que la exclusión venga motivada por la exclusión de negociación de los valores negociables incorporados al Mercado en los mercados regulados extranjeros donde se encontrasen admitidos a negociación, el acuerdo de exclusión, junto con la fecha establecida para la misma, se comunicarán a la entidad emisora de los valores. Los referidos acuerdos serán anunciados con la máxima antelación posible. ''

¹³³ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 6. Exclusión de valores negociables. 3.: '' En caso de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores acuerde la exclusión de un valor del Mercado, el Mercado publicará ese acuerdo y ejecutará la exclusión. ''

¹³⁴ Las tarifas vienen definidas en la Circular 1/2015 de 15 de diciembre de 2015 Tarifas aplicables en el Mercado Alternativo Bursátil. A modo de ejemplo, Por exclusión del mercado de los valores emitidos por empresas en expansión, éstas satisfarán un 0,5 por mil sobre el valor de mercado, con un mínimo de 1.500 y un máximo de 6.000 €.

4.4. Requisitos de transparencia para emisores, incumplimiento y supervisión.

Si bien en toda la normativa de la que se viene hablando existen en mayor o menor manera directrices o menciones al deber de transparencia de las empresas, este punto para ser más específicos se centrará en dos circulares que de algún modo – junto con todo lo traspuesto anteriormente, especialmente en el punto 3 del presente trabajo –, aglutina todos estos requisitos.

Sin duda se está hablando de las Circulares 15/2016 de Información a Suministrar por Empresas en Expansión y SOCIMI Incorporadas a Negociación en el Mercado Alternativo Bursátil¹³⁶ y la 11/2016 de Procedimientos de Supervisión del Mercado Alternativo Bursátil¹³⁷. Mientras que la primera trata de detallar los requisitos de información exigibles una vez ya están incorporadas al mercado así como el régimen de comunicación y publicación de dicha información por parte del mercado, la segunda recoge el régimen de supervisión aplicable al MAB y sus procedimientos.

4.4.1. Requisitos de transparencia.

Las características de la información a suministrar, tanto la periódica como la ocasional, se determinan procurando un equilibrio entre los principios de suficiencia de la información, puesto que esta tiene que ser razonable para que los inversores puedan basar sus decisiones en algo, y por otro lado en el principio de simplicidad que rige en todo el MAB¹³⁸ y que como se decía en el apartado segundo del presente trabajo tiene

¹³⁵ Circular 14/2016. Tercero. Solicitud de incorporación. 6. Exclusión de valores negociables. 4.: “*Obligaciones de las entidades emisoras: Además de observar las obligaciones recogidas en este apartado Sexto para la exclusión de negociación de sus valores, las entidades emisoras estarán obligadas a aceptar las decisiones de exclusión adoptadas por el Mercado. Igualmente, tendrán la obligación de satisfacer las tarifas de exclusión de negociación fijadas en el cuadro de tarifas, incluso después de cesar, por cualquier causa, como entidad emisora del Mercado.*”

¹³⁶ En adelante “Circular 15/2016”.

¹³⁷ En adelante “Circular 11/2016”.

¹³⁸ Preámbulo de la Circular 15/2016: “... las características de la información exigible a las entidades de reducida capitalización y SOCIMI 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

su base en la necesidad de ser sencillo para las PYMEs. Antes de entrar de lleno advertir que se trata de la información que tienen que suministrar al Mercado las Empresas en Expansión que ya estén incorporadas al MAB y que se exige que la relación y el intercambio de información entre la empresa y el Asesor Registrado sea fluido a fin de que este pueda instruirle de los documentos que se exigen y que la sociedad pueda ortorgarle la información requerida. Asimismo, hay que poner de manifiesto que el deber de informar se tiene que dar por cumplido cuando el cliente ha obtenido de la entidad la información correcta, completa, comprensible y representativa de los aspectos esenciales de la entidad¹³⁹.

Ya en cuanto a la información se refiere, en primer lugar hay que hablar de la información periódica, dividida a su vez en semestral y anual. En relación a la primera, las empresas están obligadas a emitir al mercado un informe financiero de los seis primeros meses de cada ejercicio y, en algunos casos, se les podrá exigir más información como por ejemplo la cuenta de pérdidas y ganancias o el balance de situación. También se les exigirá en este periodo de tiempo información sobre el cumplimiento de las previsiones de negocio en caso de que en la información pública de adhesión o incorporación al Mercado lo hubieran adjuntado y una relación de accionistas con posición igual o superior al 10% de las acciones o del 1% en caso de que fueran administradores. Deberán asimismo suministrar esta información en el plazo de cuatro meses siguientes al final del primer semestre salvo en el caso de la relación de accionistas, para lo que tendrán únicamente diez días desde la finalización del semestre¹⁴⁰.

Y en relación a la segunda, es decir la información anual a remitir al mercado, las empresas deberán enviar las cuentas anuales auditadas tanto individuales de la entidad como del grupo consolidado en su caso lo antes posible y no más tarde de cuatro meses después del cierre contable del ejercicio así como un informe de gestión. Además deberán aportar información sobre la estructura de la organización y el sistema de

filosofía que inspira el Mercado Alternativo Bursátil y, en particular, los segmentos correspondientes a las entidades de reducida capitalización... ''

¹³⁹ ORDUÑA MORENO, J. (Dir.) ''Contratación y servicio financiero''. Valencia 2001 pág. 223 y ss.

¹⁴⁰ Circular 15/2016. Segundo. Información a facilitar por el emisor. 1. Información Periódica. A. Información Semestral.: '' La entidad emisora deberá remitir al Mercado para su difusión un informe financiero semestral relativo a los primeros seis meses de cada ejercicio... ''

control interno con los que cuente la sociedad para cumplir con los requisitos del MAB. Asimismo si como en el supuesto anterior hubieran sido aportadas previamente previsiones de negocio, deberán remitirse sus actualizaciones y el grado de cumplimiento. Por último añadir que la información no podrá estar abreviada, deberá ir firmada por todos los miembros del Consejo de Administración – en caso de que alguno no firmase debiera la empresa dar explicaciones al MAB -, y si el informe de auditoría fuera desfavorable o denegada se tendrá que informar al Mercado de los motivos de esta circunstancia a través del Asesor Registrado¹⁴¹.

En consonancia con el TRLMV¹⁴², los emisores deberán publicar toda información relevante y difundirla al mercado lo antes posible. Por información relevante se considerará aquella que permita a los inversores hacerse una opinión sobre los instrumentos negociados y que cuyo conocimiento pueda influir a un inversor para adquirir o transmitir valores o instrumentos financieros afectando a su cotización en el Mercado. Además de remitir la misma información que le deba enviar a la CNMV, la entidad emisora tendrá que informar al MAB de todo aquello que sea relevante según su naturaleza jurídica, las adquisiciones y pérdidas de una participación significativa y las situaciones previstas como relevantes según el Reglamento del Mercado¹⁴³. Además se

¹⁴¹ Circular 15/2016. Segundo. Información a facilitar por el emisor. 1. Información Periódica. B. Información anual. : *“Las entidades emisoras deberán remitir al Mercado, lo antes posible y en todo caso no más tarde de cuatro meses después del cierre contable del ejercicio, sus cuentas anuales auditadas, individuales de la entidad y, en su caso, del grupo consolidado...”*

¹⁴² En concreto los artículos 228 y 323 del TRLMV.

¹⁴³ Artículo 17 del RMAB. Información relevante: *“... a) Modificaciones de la naturaleza jurídica de la entidad emisora y la adopción de decisiones de fusión o escisión de la misma. b) Modificaciones de los estatutos de la entidad emisora por adopción de decisiones sobre sus órganos de administración, ampliación o reducción del capital, sobre agrupación o desdoblamiento de acciones o modificaciones del valor nominal de las acciones. c) Adopción de decisiones y ejecución de planes de financiación y de reestructuración de recursos permanentes tales como ampliación y reducción de capital, préstamos o créditos, emisiones de empréstitos y amortizaciones anticipadas u ofertas de valores. d) Convocatoria de juntas generales de accionistas. e) Aprobación y pago de dividendos u otros repartos de fondos a los accionistas. f) Adopción de decisiones sobre política de autocartera o planes de adquisición de acciones propias. g) Aprobación de avance de resultados, en su caso, y resultados anuales definitivos. h) Información y, en su caso, subsanación de posibles salvedades o limitaciones al alcance del informe de auditoría. i) Toma de conocimiento de las conclusiones definitivas del auditor de cuentas en su revisión de las cuentas anuales. j) Acuerdo de solicitud de exclusión de negociación del Mercado...”*

establece en la propia Circular 15/2016 un anexo¹⁴⁴ con una lista orientativo de eventualidades sujetas a la obligación de informar¹⁴⁵.

Además de la anterior, se determina una serie de eventualidades que deben ser informadas al Mercado de manera urgente. Estas visicitudes que deben ser publicadas son la pérdida o adquisición de acciones cuya participación alcance o supere o descienda del 10% del capital social y sucesivos múltiplos¹⁴⁶, las operaciones que realicen sus administradores y directivos siempre que superen o desciendan de un porcentaje del 1% de su capital o cualquier múltiplo del mismo¹⁴⁷, la suscripción, prórroga o extinción de pactos parasociales que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o afecten al derecho de voto de los accionistas¹⁴⁸, todas las operaciones societarias o financieras así como las decisiones y políticas que afecten tanto a los valores como a los derechos de votos¹⁴⁹ y por último, en caso de que el emisor hubiera difundido en el mercado previsiones o estimaciones de carácter numérico deberá

¹⁴⁴ 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 y MAB SOCIMI.

¹⁴⁵ Circular 15/2016. Segundo. Información a facilitar por el emisor. 2. Información relevante y otra de interés para los inversores. : *“ Tan pronto como sea posible, los emisores de valores están obligados a hacer pública toda información relevante y a difundirla al mercado en los términos que reglamentariamente se establezcan... ”*.

¹⁴⁶ Circular 15/2016. Tercero. Otras informaciones. 1. Participaciones significativas. : *“ Las entidades emisoras, a partir de la comunicación que, al respecto, les realicen sus accionistas de acuerdo con sus Estatutos Sociales, vendrán obligadas a comunicar al Mercado... ”*.

¹⁴⁷ Circular 15/2016. Tercero. Otras informaciones. 2. Operaciones realizadas por administradores y directivos. : *“ Las entidades emisoras, en la medida en que tengan conocimiento de ello, vendrán obligadas a comunicar al Mercado, con carácter inmediato, todas aquellas operaciones que realicen sus administradores y directivos... ”*.

¹⁴⁸ Circular 15/2016. Tercero. Otras informaciones. 3. Pactos parasociales. : *“ Las entidades emisoras, en la medida en que tengan conocimiento de ello, deberán comunicar al Mercado, con carácter inmediato, la suscripción, prórroga o extinción de aquellos pactos parasociales... ”*.

¹⁴⁹ Circular 15/2016. Tercero. Otras informaciones. 4. Información acerca de operaciones societarias. : *“ Las entidades emisoras deberán informar al Mercado de todas las operaciones societarias o de carácter financiero que afecten a los valores incorporados en el Mercado, y a las decisiones y políticas... ”*.

informar en cuanto se advierta como probable que las cifras reales difieren significativamente de las previstas o estimadas¹⁵⁰.

Por último, hacer mención a que toda información estará a disposición de los interesados en el Registro del Mercado, en la página web del MAB y en la página web de la entidad emisora. Además el Comité de Coordinación e Incorporación propondrá los procedimientos necesarios para la difusión y puesta a disposición de los hechos relevantes así como el Asesor Registrado tendrá el acceso necesario para que el emisor remita la información a fin de que se publique^{151 152}.

4.4.2. Supervisión e incumplimiento.

Antes de entrar de lleno en las consecuencias del incumplimiento, es menester hacer un breve resumen de la Circular 11/2016 por la que se recoge el régimen de supervisión aplicable al MAB y sus procedimientos.

En primer lugar se dispone que la Comisión de Supervisión tendrán que disponer de herramientas que permitan acceder a toda la situación del libro de órdenes y analizar los niveles relativos a estas en todo momento, es decir que tengan acceso a todos los parámetros relevantes de todas las posiciones del Mercado. Además deberá establecerse una serie de alarmas que permitan identificar comportamientos raros o anómalos y auditar las actuaciones en tiempo real por cada sesión, valor y miembro, todo ello con el objetivo de evitar y prevenir conductas que puedan suponer el incumplimiento de la normativa del Mercado, en especial abuso del mismo¹⁵³. En cuanto se reciba

¹⁵⁰ Circular 15/2016. Tercero. Otras informaciones. 5. Previsiones o estimaciones de carácter numérico.: “*En caso de que, de acuerdo con la normativa del Mercado Alternativo Bursátil o a voluntad del emisor, el emisor difunda al Mercado previsiones o estimaciones de carácter numérico...*”.

¹⁵¹ Circular 15/2016. Cuarto. Difusión de la información. 1. Registro y difusión de la información por el Mercado.: “*Toda la información relevante acerca de los valores negociables incorporados y los emisores de dichos valores se mantendrá en el correspondiente registro del Mercado a disposición de los interesados...*”

¹⁵² Circular 15/2016. Cuarto. Difusión de la información. 2. Página web de la emisora.: “*La entidad emisora deberá disponer de una página web en la cual incluirá desde el momento de la incorporación los documentos públicos que se hayan aportado al Mercado para la incorporación de sus valores...*”

¹⁵³ Circular 11/2016. Primero. Procedimientos de supervisión. . 1. Métodos de supervisión.: “*En materia de medios técnicos la Comisión de Supervisión y el personal encargado de efectuar la supervisión del Mercado dispondrán de herramientas que permitan en todo momento acceder a toda la situación...*”

información en relación con un posible incumplimiento o indicios de uno, se abrirá el procedimiento de supervisión¹⁵⁴, a no ser que estuviera acreditado con la información que ya tuviera el Mercado a tal anomalía. En caso de apertura del procedimiento, la Comisión de Supervisión pedirá cuenta a la entidad de toda información, circunstancias y visicitudes que considere oportunas para valorar la existencia de un incumplimiento y, por supuesto, el interviniente esta obligado a facilitarla en plazo requerido¹⁵⁵.

Durante este tiempo, la entidad afectada podrá presentar alegaciones, documentos y cualquier otro medio de prueba que considere oportuno¹⁵⁶, e incluso, si fuera posible, en este plazo también podrá subsanar las actuaciones presuntamente incumplidoras dando cuenta de ello a la Comisión de Supervisión de manera clara¹⁵⁷.

En el momento en el que Comisión de Supervisión tenga toda la información requerida así como la que la entidad hubiera querido aportar podrá practicar las actuaciones complementarias que estime necesarias¹⁵⁸. Tras esto, la Comisión de Supervisión elaborará un informe valorando la existencia de un incumplimiento de la

¹⁵⁴ Circular 11/2016. Primero. Procedimientos de supervisión. 2. Apertura de procedimientos de supervisión.: *“ Tan pronto como tenga indicios, o reciba información relativa a un posible incumplimiento de la normativa del Mercado por parte de cualquier interviniente, que no estuviera suficientemente acreditado...”*

¹⁵⁵ Circular 11/2016. Primero. Procedimientos de supervisión. 3. Requerimiento.: *“ La Comisión de Supervisión requerirá del interviniente toda la información y circunstancias que el Mercado considere oportunas a fin de valorar la existencia de un incumplimiento de la normativa del Mercado...”*

¹⁵⁶ Circular 11/2016. Primero. Procedimientos de supervisión. 4. Justificación y alegaciones.: *“ El interviniente afectado podrá presentar alegaciones dentro del plazo previsto en el requerimiento de información pudiendo igualmente, aportar todos los documentos y medios de prueba que estime conveniente.”*

¹⁵⁷ Circular 11/2016. Primero. Procedimientos de supervisión. 5. Subsanación de actuaciones.: *“ interviniente afectado podrá proceder dentro del plazo previsto en el requerimiento de información, si fuera posible, a la subsanación de aquellas actuaciones que se hayan puesto de manifiesto en el ámbito del procedimiento de supervisión...”*

¹⁵⁸ Circular 11/2016. Primero. Procedimientos de supervisión. 6. Práctica de actuaciones complementarias.: *“ La Comisión de Supervisión valorará la información y documentación aportadas por él o por los afectados y, cuando lo considere imprescindible para la adecuada resolución del procedimiento, practicará las actuaciones complementarias que estime necesarias.”*

normativa del MAB y se dará traslado del mismo a la entidad afectada, al Director Gerente y al Consejo de Administración¹⁵⁹.

Tan pronto como se tenga conocimiento de un posible indicio de infracción de la normativa del Mercado, la Comisión de Supervisión deberá mantener informado a la CNMV en todo momento del transcurso del procedimiento de supervisión así como cualquier medida disciplinaria que se acuerde imponer a la entidad afectada de acuerdo con la legislación aplicable^{160 161}.

En cuanto a las consecuencias del incumplimiento, además de los apercibimientos escritos a fin de obtener medidas correctoras de las actuaciones incumplidoras, la posibilidad de comunicación pública poniendo en conocimiento general la existencia del incumplimiento y sin perjuicio de las decisiones que pueda tomar la CNMV – y siempre dando cuenta a esta –, el Consejo de Administración y en caso de urgencia la Comisión de Supervisión podrán suspender la contratación de los valores¹⁶² de una determinada entidad incumplidora. Esto se podrá hacer en caso de falta de remisión de la información obligada, de la información adicional solicitada por el Mercado, de la información explicativa insuficiente, en caso de que el Informe de auditoría contenga salvedades, limitaciones al alcance o falta de opinión del auditor y/o no se haya informado al Mercado de los motivos de esa circunstancia, de las actuaciones

¹⁵⁹ Circular 11/2016. Primero. Procedimientos de supervisión. 7. Informe.: *'' Recibida la información y documentación requerida y, en su caso, alegaciones y las medidas de subsanación adoptadas o transcurrido el plazo para efectuarlas... ''*.

¹⁶⁰ Circular 11/2016. Segundo. Comunicaciones a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. 1. Objeto de comunicación.: *'' La Comisión de Supervisión trasladará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores todos los indicios consistentes y la información puntual obtenida por el Mercado, por cada uno de los casos en los que haya motivos de sospecha razonable... ''*

¹⁶¹ Circular 11/2016. Segundo. Comunicaciones a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. 2. Procedimiento de comunicación.: *'' Las comunicaciones a la Comisión Nacional del Mercado de Valores se llevarán a cabo por medios que permitan tener constancia de su recepción por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con la legislación administrativa aplicable, incluyendo el procedimiento CIFRADOCC ''*

¹⁶² Artículo 24 del RMAB: *'' Sin perjuicio de las decisiones que pueda adoptar al respecto la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los valores negociables podrán ser excluidos de la negociación en el Mercado cuando así lo decida el Consejo de Administración... ''*

conducentes a su subsanación y del plazo previsto para ello, o bien, se incumplan los plazos de subsanación o en caso de remisión de la información fuera de plazo.

En definitiva se podrá excluir de la negociación las acciones de una entidad - previa audiencia de esta última y dando traslado a la CNMV -, cuando así lo decida el Consejo de Administración en relación a un incumplimiento grave y/o reiterado del deber de información¹⁶³.

¹⁶³ Circular 15/2016. Quinto. Incumplimiento del régimen de información.: ‘‘ El incumplimiento de las obligaciones propias de las entidades emisoras permitirá a los órganos del Mercado adoptar cualquiera de las siguientes medidas... ’’.

5. CONCLUSIONES

Primera.- No se descubre nada nuevo diciendo que la financiación de una empresa es vital para la misma y para su crecimiento. Sin embargo, si que se hace absolutamente necesario descubrir o inventar nuevas formas de financiación a este respecto. Y de esta forma nace el MAB, el cual comparte todos los principios reguladores del TRLMV, en especial la necesidad de proteger al inversor de posibles abusos del Mercado a la vez que se garantice la funcionalidad del mismo. Para ello, es necesario una flexibilidad de la que ya hace gala el TRLMV con sus remisiones a desarrollos normativos y reglamentos en muchas de sus disposiciones, pero que en el caso del MAB, se hace mucho más palpable. Por tanto, la flexibilidad normativa para poder adaptarse a los cambios en el Mercado provocados por una realidad en constante movimiento, se hace imperiosa y es en este aspecto en el que el MAB tiene mucho que ofrecer.

Segunda.- El MAB esta gestionado por una empresa privada, BME. Que si bien ha demostrado con creces su profesionalidad y saber hacer, ello no quita para que deba ser supervisada por un organismo público, a saber, la CNMV. De este modo, aunque pudiera parecer que el MAB no brinda la seguridad que ofrecen los mercados regulados oficiales, si que todas sus actuaciones quedan bajo el amparo de un organismo público, limitando así la arbitrariedad de las mismas.

El MAB va dirigido a las PYMES, las cuales representan un altísimo porcentaje del tejido empresarial de España, lo que aumenta su importancia. Además, hay que añadir que como se trata de un Sistema Multilateral de Negociación convive en un ambiente de competencia, ya no solo con otros mercados alternativos de otros países, sino que también compite con los mercados secundarios oficiales españoles. Esta competencia entre los propios Mercados redundará en el interés de las PYMES a las que se les ofrecerá mejores condiciones a fin de que coticen en unos u otros, lo que en definitiva redundará en el interés del país, debido a la gran cantidad de empresas de este tipo que operan en nuestro Estado.

Tercera.- El MAB nació, en consonancia con otros mercados alternativos europeos, a raíz del fracaso de los mercados secundarios. De este modo, influenciado entre otros por el AIM, se configuró como un mercado de financiación para PYMES por sus excasos requisitos para acceder a él. Como se decía en el correspondiente apartado, pudiera parecer que tuvo un inicio lento, sobre todo si se compara con otros mercados alternativos europeos, la experiencia ha demostrado ser muy positiva y tener visos de seguir creciendo en el futuro.

En cuanto a su organización, funciona en un régimen compartimentado de competencias como si fuera una empresa al uso. Sus órganos de gobierno, a saber, el Consejo de Administración, el Comité de Coordinación e Incorporaciones, la Comisión de Supervisión, el Director Gerente y la Comisión de Arbitraje, tienen cada uno una función asignada, y se encargan, respectivamente, de fijar las líneas generales de estrategia del mercado, decidir que empresas pueden cotizar en el MAB, supervisar que no se cometan abusos ni irregularidades, gestionar y dirigir el Mercado en el día a día y por último, tratar de resolver las controversias que se puedan dar en el seno del MAB entre sus miembros. Todas estas competencias, aunque se den en un régimen privado, no quitan para que también los poderes públicos tengan eficacia, en particular en lo referente a la supervisión y al arbitraje. Aunque la Comisión de Supervisión tenga encomendada la supervisión del mercado, no es obstáculo para que la CNMV no pueda y deba actuar en este aspecto. Y aunque la Comisión de Arbitraje se encargue de solucionar los conflictos que pudieran surgir, no es óbice para que los miembros del Mercado puedan acudir a los Tribunales ordinarios si así lo desearan.

Cuarta.- Con la libertad de movimiento de capitales en la Unión Europea, se le confirió las competencias en estas materias a este ente supranacional, de este modo, toda la legislación en materia de mercados financieros proviene de la misma. Si ya se trata de una materia compleja, la dificultad es máxima cuando además se tiene que regular en un contexto de veintiocho países y veinticuatro idiomas oficiales. A esto hay que unir la existencia de muchos mercados bursátiles y de distintos modelos, que además, parecen incentivados por la UE a fin de que compitan entre sí, con las

correspondientes ventajas para las empresas. Estas vicisitudes, hacen que las reformas normativas y las nuevas Directivas y Reglamentos lleguen de manera lenta o incluso no lleguen a tiempo.

Sin embargo, estos problemas son un mal a pagar por una regulación conjunta y coordinada entre los organismos nacionales competentes en estas lides. Este es un asunto totalmente necesario puesto que la crisis financiera global fue una crisis de supervisión en el sentido de que no se evitó la crisis, debido a una asimetría entre un mercado integrado y una supervisión descoordinada entre países¹⁶⁴. En definitiva, no se pueden atajar problemas globales con legislaciones nacionales.

Volviendo al ámbito nacional, hay que poner de manifiesto en primer lugar que la autorregulación es una consecuencia lógica de la necesidad de flexibilidad en el Mercado – más aún en un mercado dirigido a PYMES -, puesto que la Administración parece que es bastante lenta a la hora de legislar y dictar normativas aplicables. Sin embargo, siendo una empresa privada la encargada de regular el mercado, el peso y la responsabilidad cae sobre ella, de esta forma la Administración se libra de la carga de tener que estar continuamente emitiendo normas. En cualquier caso, es obvio que el Mercado no tiene una potestad omnipotente para regularse, sino que deberá hacerlo bajo los principios dispuestos en el TRMLV, únicamente en las materias que se le han sido permitidas y al amparo de la supervisión de la CNMV.

Quinta.- Entrando ya de lleno en los requisitos para las empresas en expansión que deseen cotizar en el MAB, hay que poner de relieve que todos están dirigidos a proteger al potencial inversor. En materia de contabilidad se hace patente como se está tratando a nivel mundial armonizar canones contables, de esta forma, se permiten que se presenten los documentos contables siguiendo los NIIF (IFRS), los US GAAP o cualquier otro estándar contable nacional de un miembro del Espacio Económico Europeo. Otros requisitos relacionados con el estado de la sociedad en el momento de incorporación podrían ser la necesidad de que las empresas estén dentro del Mercado ofreciendo bienes y servicios, que lleven dos ejercicios completos – o que hayan estimaciones

¹⁶⁴ TAPIA HERMIDA, A.J. *“Cinco años de vida del Sistema Europeo de Supervisión Financiera”* RDBB nº142 Abril - junio 2016.

creíbles y compromisos fehacientes por parte de los accionistas –, o incluso el hecho de que no tengan una capitalización de más de quinientos millones de euros.

Después, se establecen dos requisitos relacionados, a saber, un reglamento de conducta, basado en el poder sancionador del empresario por el que se trata de asegurar el cumplimiento de las reglas para la gestión, control y comunicación transparente de la información privilegiada, y que los Estatutos sociales tengan disposiciones para que en caso de que llegaran a ocurrir determinadas situaciones, se den las respuestas adecuadas a tales visicitudes como pudieran ser, por ejemplo el deber de emitir una Oferta Pública de Adquisición al adquirente que con la compra de unas acciones se haga con más del cincuenta por ciento del capital social.

Por último, se establecen una serie de requerimientos a fin de que se contraten una serie de profesionales externos a la sociedad que la ayuden o valoren para poder cotizar en el Mercado. Estos profesionales son – junto con el Asesor Registrado del que se hablará en el siguiente punto -, el Proveedor de liquidez y el experto independiente. La necesidad de contratar al primero parte de una realidad práctica y es que muchas de las empresas que cotizan en el MAB, debido a su tamaño, no ostentan la liquidez suficiente para las exigencias del Mercado, por lo que se les impone que contraten con otra entidad para paliar este problema. Obviamente no se trata de una liquidez ilimitada, sino que se pretende únicamente garantizar una estabilidad y un ajuste correcto de los precios del Mercado. En cuanto al experto independiente, se encarga de analizar la sociedad a fin de que encuentre, si la hubiera, alguna irregularidad en el potencial miembro del MAB que los propios organismos del Mercado no hubieran podido encontrar y establecer un precio a sus cotizaciones.

Sexta.- El Asesor Registrado es una de las figuras más interesantes para un trabajo sobre la normativa del MAB como es el presente. Esto es porque no solo se encargan de asesorar a la empresa que desee incorporarse al MAB, sino que realmente se configuran como una suerte de puente entre la sociedad y el Mercado. Así pues, estando entre estos dos entes, hace funciones para cada uno de ellos, a saber una función de ayuda a las empresas por un lado y otra función de supervisión para el Mercado por otro. En definitiva, habiendo estudiado sus orígenes en el AIM, se trata – dicho de manera

general – de una contraprestación por el beneficio de tener una normativa más flexible, es decir, que a cambio de una regulación más laxa es necesario que las sociedades contraten a un Asesor Registrado. A nuestro entender, esta figura presenta dos problemas.

En primer lugar, el ya expuesto sobre los alicientes que llevan al Asesor Registrado a cometer satisfactoriamente su función de supervisión. Esto lo podríamos resumir en la frase *¿Quién vigila a los vigilantes?* Entendiendo que realmente se trata de un problema viejo en el Derecho. En cualquier caso, la solución otorgada por parte de la doctrina sobre la necesidad de protección de su reputación en el Mercado y de las rentas que se derivan de ella, no parece muy satisfactoria. Quizás sería más adecuada alguna forma de responsabilidad subsidiaria para con la empresa que asesoran de forma que si la segunda comete alguna infracción de la normativa en relación con alguna materia relacionada con el Asesor Registrado, este también sea responsable de la misma. De esta forma, aparte de la protección de la reputación, del prestigio y de las potenciales rentas, el Asesor Registrado también se estaría jugando una sanción al respecto.

Y el segundo problema que observamos, es de algún modo, una evasión de las responsabilidades de la CNMV y del MAB en materia de supervisión del Mercado, puesto que al final se obliga a subcontratar a un Asesor Registrado que supervise a las sociedades. De esta forma, parece que la responsabilidad se diluye entre tanto agente. La carga de la supervisión, la labor de *policia del Mercado*, al final recae sobre una entidad ajena al sector público e incluso ajena al MAB, y la responsabilidad en caso de que se cometa una infracción no supervisada correctamente queda muy difuminada entre la CNMV, la Comisión del Supervisión del MAB y el Asesor Registrado contratado. A nuestro parecer una sola entidad que se encargue de ello – preferiblemente de naturaleza pública o de naturaleza privada pero con algún tipo de mecanismo que garantice su buen hacer -, sería mucho más eficiente y práctico que tener tres entidades encargadas de lo mismo, además de que en caso de error en la supervisión, se identificaría rápidamente a los culpables, al margen de las sanciones que se deban imponer a la empresa infractora.

Séptima.- A la hora de querer cotizar al MAB hay que tener en cuenta que la formalidad del procedimiento es absolutamente necesaria para que se pueda llevar a cabo un análisis correcto y exhaustivo de la empresa que lo solicita. Además, dado que la solicitud es a instancia de parte como se ha dicho, es la sociedad quien deba remitir toda la información que se le requiera por parte del Mercado. Después se informa a la CNMV y se da traslado al Comité de Coordinación e Incorporaciones que dictará un informe que podrá ser favorable o no. En cualquier caso, es el Consejo de Administración quien tiene la última palabra a la hora de admitir o no una empresa a cotizar en el MAB.

En cuando a la hora de dejar de formar parte del MAB, hay varios motivos por los que se pueden dar, como por ejemplo, el incumplimiento grave y reiterado de las obligaciones exigibles, la inobservancia de los requisitos, la fase de liquidación concursal o haber sido admitidos los valores de la compañía en un mercado secundario oficial español y por último, a solicitud de la entidad emisora, en cuyo caso se establecen una serie de normas y actuaciones que los dirigentes de la sociedad tendrán que llevar a cabo para que la empresa deje de cotizar en el Mercado.

Sin duda resulta interesante como parece incluso que es más sencillo entrar a cotizar que salir del sistema. Mientras que para entrar únicamente hace falta remitir toda la información que se requiera y cumplir con los requisitos, para salir por propia voluntad pero sin un acuerdo unánime hace falta hasta emitir una oferta a todos los demás accionistas como si de una Oferta Pública de Exclusión se tratase. Si bien puede resultar curioso, esta visicitud no deja de ser una consecuencia lógica del principio de protección al inversor, puesto que si se excluye un valor de la cotización del Mercado, pierde gran parte de su liquidez, por lo que se trata de una cuestión que afecta a todos los accionistas.

Octava.-La transparencia, como se ha dicho durante todo el presente trabajo, es vital para la protección de los intereses de los inversores. En el MAB, la información a suministrar por las empresas tiene que ser suficiente pero a la vez el propio Mercado no puede exigir una información tan compleja que para las PYMES sea difícil de obtener, puesto que a ellas está dirigido el propio MAB. En cualquier caso, la figura del Asesor

Registrado juega un papel importante aquí puesto que será él quien deba instruir a la empresa sobre que documentación e información debe aportar. Hay varios tipos de información a suministrar en virtud a la periodicidad en la que deba emitirse. Además hay vicisitudes que deben ser comunicadas de inmediato al Mercado a fin de que puedan ellos ponerlo a disposición de los inversores en igualdad de oportunidades y que de esta forma se evite un uso de información privilegiada.

En cuanto a la supervisión, hacer mención únicamente de que dado que de un tiempo a esta parte se han endurecido las medidas de prevención de fraudes bursátiles, en el MAB no podía ser menos. De esta forma, nos encontramos como se dijo anteriormente, con una triple supervisión mediante la CNMV, la Comisión de Supervisión del Mercado y el Asesor Registrado.

Novena.- Por último, a continuación vamos a ofrecer nuestra opinión personal al respecto del objeto del presente trabajo.

Si bien parece que ya nos hemos recuperado bastante de las secuelas de la crisis económica de 2008, no es menos cierto que aún seguimos padeciendo las consecuencias de la misma, sobre todo, en materia de desempleo. Pero además más allá de estas efectos de la crisis económica por todos conocidas, seguimos en un momento delicado por otros factores como por ejemplo el Brexit que hizo caer al IBEX 35 un 12'355%¹⁶⁵ entre otros. Asimismo, sabedores de que el crecimiento de las PYMES es absolutamente vital para nuestra economía y la creación de empleo, los esfuerzos de los organismos públicos para que el crédito llegue a las mismas no están llegando a buen puerto. Por tanto, es totalmente necesario buscar otras vías de financiación para ellas, y es en este punto donde el MAB tiene mucho que decir, puesto que este se configura como una gran herramienta para generar empleo y mejorar la economía.

¹⁶⁵ TAPIA HERMIDA, A.J. *‘Efectos del Brexit en el mercado bancario y en el mercado de valores’* RDBB nº143 julio-septiembre 2016.

Parece que después de la crisis los mercados financieros han dejado de ser especulativos para volver a su naturaleza inicial de captación de financiación¹⁶⁶, pero sin embargo, a nuestro entender el clima social reinante hace a las personas y a las empresas reticentes y desconfiadas a la hora de invertir debido a los excesos del pasado, y hasta que esta mentalidad no cambie, los bancos y los grandes holdings internacionales de inversión seguirán teniendo el poder de la financiación. Además a otro problema con el que se enfrenta el MAB es el desconocimiento del mismo, es decir, no mucha gente lo conoce, y la gente no invierte en lo que no conoce. Asimismo, aunque como se ha expuesto en este trabajo la normativa que lo rige es más laxa que en otros mercados bursátiles, sigue siendo lo suficientemente compleja para el pequeño inversor como para que no la entienda. También hay que poner de manifiesto que el MAB no tiene la misma liquidez que puede tener un mercado oficial, lo que también es un aliciente negativo a la hora de depositar nuestro capital ahí, ya que en un momento dado de necesidad puede costar trabajo liquidar las posiciones que tengamos en el mismo.

Pero estos problemas no son insalvables. Al contrario, el MAB – al haber sido configurado de esta manera a propósito –, tiene una gran capacidad de adaptación, que sin duda es una ventaja inestimable. Así, promulgando una serie de beneficios fiscales a la inversión de PYMES, acercando la normativa al pequeño inversor haciéndola más sencilla e intuitiva – para lo que la facultad de autoregulación puede ser vital – y dándose a conocer no solo en los círculos especializados, podría crecer mucho más de lo que lo ha hecho hasta ahora. Además, cuanto más crezca, mayor liquidez tendrá y si las labores de supervisión funcionan correctamente, es probable que la mentalidad de la sociedad respecto a invertir se invierta. Asimismo, los beneficios que estas visicitudes tendrían sobre el tejido empresarial del país redundarían en los intereses generales de la población, puesto que las PYMES a través de su financiación generarían empleo y riqueza.

En conclusión, creemos que gran parte de la mejora económica pasa por la democratización del mercado de manera responsable, y es en este punto donde los objetivos de la normativa expuesta en el presente trabajo tiene gran parte de su valor,

¹⁶⁶ CARRO MEANA, D. Y VELOSO PEREIRA, P., ‘*Mercado Alternativo Bursátil. Una alternativa de financiación para empresas innovadoras en expansión*’. Ed. Netbiblio 2010. Más específicamente en su introducción. Pág. 12.

por eso, la idea de configurar un Mercado Alternativo Bursátil de calidad nos parece un buen método para llegar a estos términos. Además, la regulación expuesta – al margen de pecar de compleja para el inversor y de una posible responsabilidad en la supervisión diluida -, creemos que tiene visos de lograr los objetivos planteados, puesto que intenta conseguir un equilibrio entre la protección de los intereses de los inversores por un lado y la funcionalidad del mercado por otro como se ha ido poniendo de relieve durante todo el presente trabajo. Porque de eso se trata, de que la legislación contribuya a mejorar la sociedad en general, y a los ciudadanos en particular.

6. BIBLIOGRAFÍA

6.1. Manuales y Estudios.

- BONELL, R., *“Manual de OPAS”*, Ed. Difusión jurídica. Madrid, 2010.
- GARCIA DE ENTERRIA, J. *“Los delitos societarios”*. 1996.
- LÓPEZ MARTÍNEZ, M. *“La responsabilidad por el contenido del folleto informativo en las ofertas públicas de valores”* Ed. Civitas, Madrid, 2003.
- URÍA, R. *“Derecho mercantil”*. Madrid 1993.
- Organización Internacional de Comisiones de Valores. *“Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores”*. Septiembre de 1998.
- AAVV. Directora. MARIÑO GARRIDO, T. Coord. BELTRÁN, E. y CAMPUZANO, A.B. *“El Mercado Alternativo Bursátil.”* Ed. Aranzadi, S.A. 2012.
- BELANDO GARÍN, B. *“La protección pública del inversor en el Mercado de Valores”*. Ed. Thomson Civitas. 2004.
- CARRO MEANA, D. Y VELOSO PEREIRA, P., *“Mercado Alternativo Bursátil. Una alternativa de financiación para empresas innovadoras en expansión”*. Ed. Netbiblo 2010.
- CASTILLA, M., DURÉNDEZ, A., GARCÍA, D., SÁNCHEZ, S. Y DE TORRES, C. *“El Mercado Alternativo Bursátil como alternativa de financiación para la empresa familiar española”*. Ed. EUG 2009.

- MARTÍNEZ ÁLVAREZ, J.A. Y CALVO GONZÁLEZ, J.L. *“Banca y Mercados Financieros”*. Ed. Tirant lo Blanch Valencia 2009.
- CRESPO ESPERT, J.L. Y GARCÍA TABUENCA, A. *“Empresas españolas con potencial de cotización en los mercados”*. Ed. Servilab, Universidad de Alcalá. 2007.
- AAVV FERRARINI, G. Y WYMEERCSH, E. *“Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond”*. Ed. Oxford 2007.
- CARBAJALES, M. *“La regulación del mercado financiero”*. Ed. Marcial Pons. Madrid 2006.
- VANGERMEERSCH, R. *“Accounting Principles Board (1959-1973). History of Accounting: An International Encyclopedia”*, editado por MICHAEL CHATFIELD AND RICHARD VANGERMEERSCH. New York: Garland Publishing, 1996.
- ORDUÑA MORENO, J. (Dir.) *“Contratación y servicio financiero”*. Valencia 2001.

6.2. Artículos Doctrinales

- GIRALT SERRA, A. y GONZALEZ NIETO-MARQUEZ, J. *“El Mercado Alternativo Bursátil (MAB). Evolución y perspectivas”*.
www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/ARTiculo_MAb_Papeles_Economia16.pdf.
- ESPINOSA, A. *“Intereses del inversor y derecho del Mercado de Valores”*. Ed. RDBB núm. 208, 1993.
- SOLER VÁZQUEZ-GUILLÉN, L y DAVID CARRO MEANO, D. *“El mercado alternativo bursátil, nuevo impulso a la financiación”*. Nº 263, Sección Artículos, Julio 2009, Ed. Wolters Kluwer España, pág. 58. LA LEY 20877/2009.

- SÁNCHEZ GALÁN, J.R., ‘ *El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): el Mercado de las Pymes*’. Nº 251, Sección Artículos, Junio 2008, Año XXIII, Editorial Especial Directivos. pág. 64. LA LEY 41459/2008.
- FERRANDO VILLALBA, M.L. ‘ *Extensión y límites del deber de informar al inversor en MIFID II: Conflictos de interés y asesoramiento financiero*’. RMV Nº13 2013. Ed. La Ley Wolters Kluwer.
- SASTRE CORCHADO, G.J. ‘ *La reforma de la MIFID (MIFID2) en Materia de distribución de productos de inversión. La protección de los inversores*’. RMV Nº12 2013 Ed. La Ley Wolters Kluwer.
- RODRIGUEZ MARTINEZ, I. y BARBERÁ PALANCA, A. ‘ *La MiFID2: Una oportunidad para la regulación de los mercados de negociación de derechos de emisión de GEI y Unidades de Kioto*’. RMV nº12 2013 Ed. La Ley Wolters Kluwer.
- INGELMO GARCÍA M.R. ‘ *Últimos desarrollos normativos a propósito de los sistemas multilaterales de negociación (SMN)* ’. Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº 7, Sección Mercados y Praxis Negocial, Segundo semestre de 2010, Editorial Wolters Kluwer. LA LEY 9569/2010.
- OLIVARES BLANCO, I. ‘ *El mercado alternativo bursátil. Características y diferencias frente al mercado bursátil*’. Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº 2, Sección Análisis, Enero-Junio 2008, pág. 237, Editorial LA LEY.
- KRAAKMAN, R. H. «Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls», Yale Law Journal, 93 (1984).

- CASTILLA CUBILLAS, M. *''El coste de la negociación en el segmento del mercado alternativo bursátil (MAB) para empresas en expansión y riesgos del arbitraje regulativo''*. Nº 231, Sección Artículos, Diciembre 2009, Editorial LA LEY.
- NÚÑEZ FERNÁNDEZ, G. y ZARZALEJOS TOLEDANO I. *''La figura del proveedor de liquidez en el mercado alternativo bursátil-segmento de empresas en expansión''*. Revista de Derecho del Mercado de Valores, Nº 8, Sección Mercados y Praxis Negocial, Primer semestre de 2011, Editorial LA LEY. LA LEY 3272/2011.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *''Cinco años de vida del Sistema Europeo de Supervisión Financiera''* RDBB nº142 Abril - junio 2016.
- TAPIA HERMIDA, A.J. *''Efectos del Brexit en el mercado bancario y en el mercado de valores''* RDBB nº143 julio-septiembre 2016.

6.3. Páginas Web

- [Www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx](http://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones/Funciones.aspx). Última visita el 10/01/17.
- [Www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={4cfbf5d5-1928-412f-8710-0382371be30b}](http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={4cfbf5d5-1928-412f-8710-0382371be30b}). Última visita el 10/01/17.
- [Www.expansion.com/diccionario-económico/riesgo-sistemico.html](http://www.expansion.com/diccionario-economico/riesgo-sistemico.html). Última visita 10/01/17.
- [Www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco](http://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco). Última visita 10/01/17.
- <http://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/MercadoEsp.aspx>. Visto en fecha 14/01/17.

El Mercado Alternativo Bursátil. Aspectos legales para empresas en expansión.

- http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2006/10/012-019%20Cover%2001_157.pdf. Visto en fecha 14/01/17.
- <http://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/MercadoEsp.aspx>. Visto en fecha 14/01/17
- <http://business.nasdaq.com/discover/nasdaq-story/index.html>. Visto en fecha 12/01/17.
- <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Precios.aspx>. Visto en fecha 09/01/17.
- http://www.boletininternacionalcnmv.es/imprimir.php?menu_id=1&jera_id=10&page_id=&cont_id=717&print=ok#. Visto en fecha 10/01/17.
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016PC0056&from=EN>. Visto en fecha 10/01/17.
- <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016PC0057&from=EN>. Visto en fecha 10/01/17.
- http://dsms.consilium.europa.eu/952/Actions/Newsletter.aspx?messageid=5125&customerid=26079&password=enc_4136453346423843_enc. Visto en fecha 10/01/17.
- <http://www.ifrs.org/about-us/pages/what-are-ifrs.aspx>. Visto en fecha 17/10/16.
- <http://www.ifrs.org/About-us/Pages/IFRS-Foundation-and-IASB.aspx>. Traducción propia. Visto en fecha 17/10/16.
- <http://www.ifrs.org/About-us/Documents/2015-financial-supporters.pdf>. Traducción propia. Visto en fecha 17/10/16.
- <http://clio.lib.olemiss.edu/cdm/ref/collection/aah/id/99>. Visto a 19/10/16.

El Mercado Alternativo Bursátil. Aspectos legales para empresas en expansión.

- <http://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176154526495>. Vista en fecha 19/10/16.
- <https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>. Visto en fecha 19/10/16.
- <http://www.aicpa.org/ABOUT/MISSIONANDHISTORY/Pages/MissionHistory.aspx>. Visto en fecha 20/10/16.

7. LEGISLACIÓN

7.1. Derecho Comunitario

- Tratado de la Unión Europea.
- Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.
- Reglamento 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento 648/2012.
- Reglamento 909/2014, del Parlamento y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores y por el que se modifican las Directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento 236/2012, así como a lo establecido en este Reglamento y en sus normas de desarrollo.
- Reglamento (UE) N° 1174/2013 de la Comisión de 20 de noviembre de 2013 que modifica el Reglamento (CE) n° 1126/2008, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a las Normas Internacionales de Información Financiera 10 y 12 y a la Norma Internacional de Contabilidad 27.
- Reglamento (CE) N.º 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad.
- Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican

las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

- Directiva 78/660/CEE del Consejo, de 25 de julio de 1978, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad.
- Directiva 83/349/CEE del Consejo, de 13 de junio de 1983, relativa a las cuentas consolidadas.
- Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE.
- Norma Internacional de Información Financiera nº7. Instrumentos financieros: Información a revelar.¹⁶⁷

7.2. Leyes Orgánicas y ordinarias

- Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal.
- Texto Refundido Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Real Decreto Legislativo 1564/1989 de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.
- Ley 6/2007 de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores.

¹⁶⁷ Véase que no se trata de una norma de derecho comunitario, si bien se aplican mayoritariamente en Europa.

El Mercado Alternativo Bursátil. Aspectos legales para empresas en expansión.

- Ley 47/2007, de 19 de diciembre por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Ley 15/2007 de 3 de julio, de Defensa de la Competencia.
- Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
- Ley 3/2013 de 4 de junio, de la creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.
- Ley 16/2007 de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base a la normativa de la Unión Europea.

7.3. Reales Decretos

- Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva.
- Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.
- Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, por el que se crea un segundo mercado de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio y se modifican las condiciones de puesta en circulación de títulos de renta fija.
- Real Decreto 1515/2007 de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad de Pequeñas y Medianas Empresas y los criterios contables específicos para microempresas.
- Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores.

7.4. Órdenes Ministeriales.

- Orden Ministerial de 26 de septiembre de 1986

7.5. Reglamentos.

- Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil de 5 de febrero de 2016.
- Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil de 25 de abril de 2006.
- Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil de febrero de 2013.

7.6. Circulares.

- Circular 11/2016 de 5 de febrero de 2016 de Procedimientos de supervisión del Mercado Alternativo Bursátil.
- Circular 14/2016 Requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el Mercado Alternativo Bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión y por sociedades anónimas cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMI).
- Circular 16/2016, Asesor Registrado en el Mercado Alternativo Bursátil.
- Circular 10/2016, Régimen aplicable al proveedor de liquidez en el mercado alternativo bursátil.
- Circular 1/2015 de 15 de diciembre de 2015 Tarifas aplicables en el Mercado Alternativo Bursátil.
- Circular 15/2016 de Información a Suministrar por Empresas en Expansión y SOCIMI Incorporadas a Negociación en el Mercado Alternativo Bursátil.

- Circular 11/2016 de Procedimientos de Supervisión del Mercado Alternativo Bursátil.