

CÁTEDRA GARRIGUES-COMILLAS DE MODERNIZACIÓN DEL DERECHO DE SOCIEDADES

*Cuadernos*  
*de la*  
*Cátedra Garrigues*

*Directores:*

*Javier Ibáñez Jiménez*

*Mónica Martín de Vidales Godino*

---

Las empresas del Mercado Alternativo  
Bursátil (MAB): gobierno y derecho de  
sociedades

Vol. 5 Octubre 2015



## ÍNDICE

ÍNDICE	3
<i>LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DEL MAB: VENTAJAS, PROBLEMAS Y SOLUCIONES DE FUTURO</i>	
JESÚS GONZÁLEZ-NIETO MÁRQUEZ.....	5
<i>ANÁLISIS DE LA GUIA DE BUENAS PRÁCTICAS DE LAS ENTIDADES EMISORAS EN EL MAB</i>	
FRANCISCO BLANCO BERMÚDEZ.....	21
<i>ASPECTOS SOCIETARIOS, DE GOBIERNO Y DE MERCADO RELATIVOS AL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS EMPRESAS DEL MAB</i>	
GONZALO GARCÍA FUERTES.....	31
<i>PROBLEMAS SOCIETARIOS Y DE CONTRATACIÓN PRIVADA EN LA SITUACIÓN PRESENTE DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL</i>	
JAVIER IBÁÑEZ JIMÉNEZ.....	53

ANEXO: RESEÑA DEL SEMINARIO DE LA CÁTEDRA..... 61

# LA FINANCIACIÓN A TRAVÉS DEL MAB: VENTAJAS, PROBLEMAS Y SOLUCIONES DE FUTURO

JESÚS GONZÁLEZ-NIETO MÁRQUEZ \*

## I. QUÉ ES EL MAB

El Mercado Alternativo Bursátil es un mercado español de valores negociables dedicado a la financiación de empresas de reducida capitalización que buscan expandir su capital, con una regulación a medida, diseñada específicamente para ellas, y unos costes y procesos adaptados a sus características.

Como características distintivas del propio mercado alternativo, que son semejantes a las de otros mercados alternativos o segundos mercados europeos, podemos mencionar:

- a) Su sistema de negociación, operado por las bolsas; es un SMN o sistema multilateral de negociación.
- b) El hecho de estar promovido por el holding de los mercados de valores españoles, Bolsas y Mercados Españoles (BME), y su carácter oficial y organizado; aunque no es un mercado secundario regulado como las bolsas de valores, está igualmente supervisado por la CNMV.

---

\* Vicepresidente del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

- c) Estar específicamente diseñado para que coticen segundas empresas o empresas de menor capitalización que la bursátil normal, pero en él tienen cabida como inversores tanto los inversores institucionales como los particulares.
  
- d) A semejanza de las bolsas, proporciona financiación, visibilidad, liquidez y valoración a las empresas que cotizan en él, pero cuenta, a diferencia de ellas, con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de los tipos de empresas que cotizan en el MAB.

En julio de 2009 se inician las operaciones del MAB. Actualmente, en otoño de 2015, cuenta con 29 empresas como sujetos financiados cuyos valores están admitidos a negociación.

## **II. EL MAB PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN**

En el caso de empresas en expansión es frecuente que los administradores y directivos se cuestionen por qué cotizar en un Mercado Alternativo como el MAB, en lugar de recurrir a otras fuentes de financiación bancarias o privadas.

En primer lugar, los mercados alternativos facilitan el acceso a financiación de manera especialmente eficaz para empresas de reducida capitalización, con la adecuada transparencia y liquidez para los inversores, en un contexto europeo de regulaciones bursátiles cada vez más exigentes.

Por otra parte, los mercados alternativos, y en concreto el MAB, aportan una mayor notoriedad a la compañía, lo cual resulta particularmente positivo en términos de notoriedad y confianza ante clientes y proveedores financieros.

Permite además la cotización que acompaña a la negociación en el MAB determinar fácilmente el valor de la empresa, al fijar el mercado constantemente el precio de las acciones, incorporando en el precio las expectativas de negocio. Como en el caso de la negociación en otros mercados secundarios de carácter público, el MAB ofrece a los accionistas liquidez, al permitir convertir en dinero sus acciones; pero, al mismo tiempo, a los accionistas de control les permite conservar este, pues el hecho de la difusión del capital entre otros accionistas no implica perder el control de la empresa.

Para la incorporación a cotización de empresas en expansión, la Circular CMAB 2/2014 impone determinados requisitos aplicables a las empresas aspirantes a la condición de entidades emisoras. Entre estos requisitos se cuentan algunos de derecho de sociedades, incluyendo los de orden contable, y otros que se refieren a la actividad, a la transparencia, a su control técnico y a la valoración de la empresa, que pueden sintetizarse así:

### **1. Formales (societarios) relativos al capital**

Entre estos deben mencionarse los que afectan a la configuración del capital social, dividido en acciones:

- Las acciones que van a cotizar han de ser previamente emitidas por empresas que tengan forma jurídica de sociedades anónimas; pueden ser constituidas como sociedades españolas o extranjeras.
- El capital social debe estar totalmente desembolsado al tiempo de solicitar la admisión a negociación en el MAB; las acciones que van a cotizar no pueden tener restricciones a su libre transmisibilidad.
- Todas las acciones que cotizan en el mercado alternativo, cualquiera que sea el objeto social o el tamaño de la compañía, han de estar representadas de forma tabular, por anotaciones en cuenta, lo que

disminuye los costes de transacción y ofrece seguridad jurídica registral a accionistas y a los propios emisores.

## **2. Estándares contables**

En este terreno existe libertad, tratándose de sociedades europeas o constituidas en el espacio de la UE, para optar por acogerse a un sistema contable donde se aplican las NIIF, o bien por aplicar exclusivamente un estándar contable nacional.

En cambio, si se trata de una sociedad de nacionalidad o constitución en país no miembro de la Unión Europea, la opción de aplicar las Normas Internacionales de Información Financiera se mantiene, pero no será posible aplicar el estándar contable del país de constitución, pudiendo sin embargo utilizarse el estándar estadounidense -US GAAP-.

## **3. Actividad**

En general, el objeto social puede ser cualquiera, siempre que se refiera a la comercialización de productos o servicios; debe tratarse de una actividad real, no puramente de holding o de tenencia de acciones o financiera, pudiendo realizarse como parte del objeto social cualesquiera actuaciones que muestren el contenido de la actividad, incluidas las actuaciones relevantes preparatorias cuando se solicita la admisión a negociación. Independientemente de lo cual, la sociedad que aspira a cotizar en el MAB ha de obtener ingresos significativos derivados de la comercialización o de aportaciones financieras fundamentadas en las actuaciones preparatorias mencionadas.

## **4. Información inicial**

Es necesario acompañar a la solicitud de admisión documento informativo, presentado ante el MAB como órgano rector; la transparencia que la Circular exige impone la obligación de aportar la información detallada de la compañía, su negocio y perspectivas, con contenidos similares a los de cualquier empresa cotizada.

#### **5. Designación de asesor registrado y proveedor de liquidez (contrato de liquidez)**

Una de las notas distintivas de este mercado es la necesidad de designar y mantener operativas las funciones de un asesor registrado que sirve como controlador del cumplimiento de las normas contenidas en las Circulares del mercado (v. más abajo, III).

Asimismo, es necesario designar a un proveedor de liquidez que contractualmente se compromete a mantener posiciones compradoras o vendedoras en caso de excesos de oferta o demanda, lo que resulta esencial en un mercado como el MAB, de liquidez inferior a la bursátil.

#### **6. Valor estimado de la oferta o “listing” igual o superior a dos millones de euros**

En los casos de que sobre el capital se formule por parte de terceros inversores cualquier oferta pública de venta (OPV), o nueva oferta de suscripción en ampliaciones (OPS) u oferta privada, el valor mínimo conjunto de capitalización de las acciones afectadas por la oferta no puede ser inferior a 2 millones de euros; para el conjunto de acciones propiedad de accionistas con participación <5% en caso de “listing”.

### **III. EL ASESOR REGISTRADO (CMAB 10/2010)**

El asesor registrado es el encargado, por mandato legal, de cubrir funciones relacionadas con el cumplimiento normativo. En particular, la citada Circular del mercado alternativo dispone como fines de la actuación del asesor registrado de la compañía cotizada en el MAB:

- a) Asegurar la transparencia de la compañía hacia el mercado y hacia sus accionistas.
- b) Asistir a la empresa en el cumplimiento de sus obligaciones legales, en particular con el propio MAB en cuanto ente u organismo rector.

En particular, y respecto a su función de cumplimiento normativo, corresponde al asesor registrado el desempeño de algunas tareas propias de un director de cumplimiento normativo o de un auditor interno, entre las que la Circular disciplina estas:

- Comprobar que la compañía cumple con los requisitos de incorporación al mercado y, antes de que coticen en él sus títulos, asistirle en la preparación de la documentación requerida.
- Verificar, una vez admitidos los valores a negociación, que la información periódica que ha de presentar al mercado, y la que puntualmente es preciso comunicar, cumple en contenido y plazos la normativa del MAB.
- Asesorar al órgano de administración sobre los hechos de la compañía u otros externos que pudiesen afectar al cumplimiento de las obligaciones de la compañía con el MAB –cambios de estructura de capital,

operaciones corporativas, hechos que puedan considerarse relevantes al amparo de la Ley del Mercado de Valores, entre otros-.

- Trasladar al MAB los potenciales incumplimientos relevantes de la normativa especial, lo que supone que el asesor registrado es a la vez asesor de la compañía, pero también controlador de cumplimiento independiente designado por el MAB en interés del mercado.

#### **IV. LA INFORMACIÓN EXIGIBLE A LAS ENTIDADES EMISORAS (CMAB 9/2010)**

Muy brevemente señalaremos que, en materia de difusión de información sobre hechos internos producidos en la compañía, el régimen especial de las Circulares del MAB, y en particular la 9/2010, se refiere a dos tipos de contenidos bien diferenciados:

- a) Normas relativas al registro público y comunicación o difusión de la información por el mercado.

En este ámbito debe destacarse la existencia de un registro público administrativo de información de valores y emisores de las empresas del MAB. La información comunicada por las estas al Mercado será trasladada a CNMV, a los efectos previstos en la Ley del Mercado de Valores, y publicada en la página web del MAB.

- b) Normas referentes a la creación, disposición y actualización de la página web corporativa de la sociedad emisora cuyos valores cotizan en el MAB

A este respecto debe reseñarse la obligación de aportar al organismo rector del MAB una documentación pública, para que sea incorporada la información

remitida al mercado en forma y tiempo establecidos en las Circulares del mercado en vigor. La documentación en cuestión es, para no encarecer los costes de elaboración y comunicación, sensiblemente más reducida que la exigida a las sociedades que cotizan en las Bolsas de Valores; pero suficiente para mantener unos estándares de transparencia suficientes para los inversores.

## **V. NORMAS DE CONTRATACION (CIRCULAR MAB 7/2010)**

Por lo que respecta a las reglas de contratación secundaria sobre los valores que se admiten a negociación en el MAB, deben señalarse unas peculiaridades que diferencian a este mercado de las Bolsas. Pese a que se emplea la plataforma tecnológica de negociación del sistema de interconexión bursátil – SIBE-, los sistemas de fijación de precios en subasta son más simples que los bursátiles, debido a que los volúmenes y frecuencia de las transacciones son menores que los del mercado continuo.

En particular, está prevista la contratación por el sistema “fixing”, que permite aglutinar eficientemente las transacciones; con posibilidad, no obstante, de establecer sesiones de Mercado Abierto, en función de la liquidez existentes y de la difusión.

Por otra parte, cada emisora deberá suscribir un contrato de liquidez con un intermediario financiero, el denominado Proveedor de Liquidez, para realizar las funciones de cobertura de contrapartida a que nos hemos referido.

Finalmente, la liquidación de las operaciones de compraventa tiene lugar por el mismo procedimiento de pago de efectivo y de registro de las anotaciones en cuenta que el aplicado a las operaciones de valores negociados en Bolsa; deberán en lo sucesivo tenerse en cuenta las novedades introducidas por el Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro

de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

## **VI. INCENTIVOS FISCALES Y AYUDAS ECONÓMICAS PÚBLICAS**

Como principales incentivos fiscales a inversores en la Comunidad de Madrid deben tener en cuenta quienes inviertan en títulos de empresas cotizadas en el MAB los que se relacionan:

- a) Deducción en el IRPF; gozan de deducción de la cuota íntegra autonómica el 20 por 100 de las cantidades invertidas en la adquisición de acciones correspondientes a procesos de ampliación de capital o de oferta pública de valores, con un máximo de 10.000 € de deducción, siempre que se cumplan estos tres requisitos concurrentes: que la inversión accionarial se mantenga al menos durante dos años; que la participación no sea de control -superior al 10% capital social-; y que la sociedad tenga su domicilio social y fiscal en la Comunidad de Madrid.
- b) Los inversores pueden beneficiarse de las ayudas económicas a empresas concedidas por el Ministerio de Industria, y en particular a través de la denominada “Línea ENISA”.
- c) Quienes incurran en los gastos asociados a la preparación de las compañías de mediana capitalización en su salida al Mercado Alternativo Bursátil pueden acogerse a un sistema de financiación especial, que cuenta con especiales características. Se trata de la

opción de acceder al otorgamiento de un préstamo participativo, cuyo principal oscila entre un máximo de 1.500.000 € y un mínimo 300.000 €. Para la determinación del importe en concreto se valorará, entre otros factores, el nivel de fondos propios y la estructura financiera de la empresa solicitante. El tipo de interés se aplicará en dos tramos:  
Primer tramo: Euribor + un 3,75% de diferencial  
Segundo tramo: hasta un 8% máximo

## **VII. LA FINANCIACIÓN Y LA CAPITALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL MERCADO ALTERNATIVO ESPAÑOL**

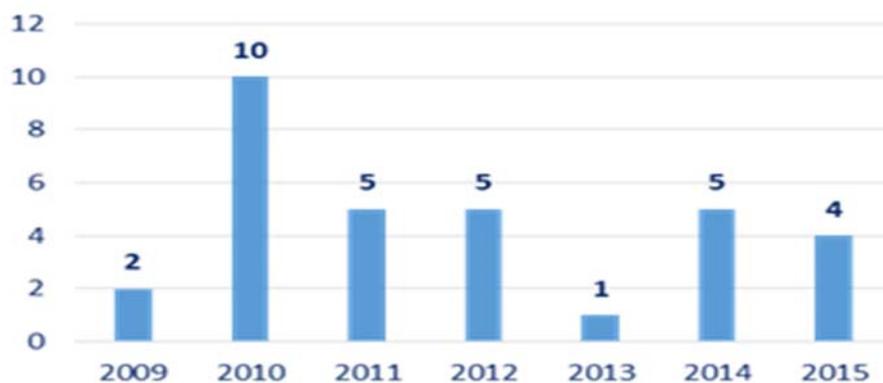
En las tablas y gráficos siguientes puede observarse sin esfuerzo la evolución de las empresas incorporadas al MAB y lo que representan para el mercado español de capitales en términos de número de empresas y capitalización bursátil, considerando la trayectoria de los últimos siete años del mercado, desde su origen.

La primera tabla, en particular, es significativa para observar el incremento de la capitalización de las empresas del MAB una vez producida la salida al mercado.

Los gráficos siguientes, por su parte, explican la evolución del mercado en términos de número de sociedades emisoras, capitalización y financiación.

FECHA INCORPORACION	EMPRESA	AMPLIACIÓN INICIAL MILLONES €	CAPITALIZACION (MILLONES €) 13/10/2015
15/07/2009	ZINKIA	7	11,73
01/12/2009	IMAGINARIUM	12	13,28
12/03/2010	GOWEX	6	572,72
25/03/2010	MEDCOMTECH	9	62,44
07/06/2010	NEGOCIO (*)	3,7	
30/06/2010	BODACLICK (*)	10	
01/07/2010	NEURON	2,5	16,15
20/07/2010	AB-BIOTICS	3,5	18,71
10/11/2010	NOSTRUM (*)	4,4	
01/12/2010	ALTIA	2,5	74,97
15/12/2010	EURONA	-	80,35
30/12/2010	COMM CENTER	2,2	11,16
16/02/2011	EUROESPE	-	3,33
06/06/2011	CATENON	5	18,17
06/07/2011	LUMAR	2,2	6,03
28/07/2011	SECUOYA	2	78,85
29/07/2011	GRINO	4,2	54,47
26/01/2012	BIONATURIS	2	24,92
23/03/2012	CARBURES	2	77,75
30/03/2012	MASMOVIL IBERCOM	2,5	270,63
12/04/2012	VOUSSE	2	5,83
21/12/2012	INKEMIA	-	49,76
05/07/2013	EBIOSS	2	40,91
22/04/2014	NPG TECHNOLOGY	5	19,24
01/07/2014	FACEPHI	-	5,15
28/07/2014	ONLY APARTAMENT	-	16,88
05/11/2014	EUROCONSULT	-	39,76
04/12/2014	HOME MEAL	-	31,74
08/04/2015	NBI BEARINGS EUROPE	5	18,37
08/07/2015	GREENERGY	3,7	40,9
29/07/2015	INCLAM	-	48,45
09/10/2015	LLEIDA.NET	4,9	18,29
	TOTAL 2009	19	
	TOTAL 2010	43,8	
	TOTAL 2011	13,4	
	TOTAL 2012	8,5	
	TOTAL 2013	2	
	TOTAL 2014	5	
	TOTAL 2015	13,6	
	<b>TOTAL</b>	<b>105,3</b>	<b>1.731</b>

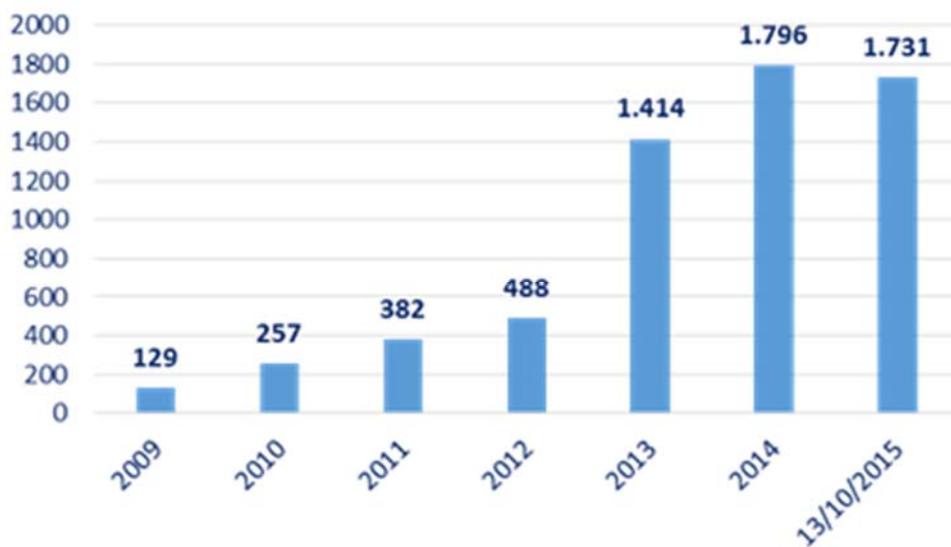
## EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE SOCIEDADES INCORPORADAS AL MAB



## EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL MAB (MILLONES DE EUROS)



### EVOLUCIÓN DE LA CAPITALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL MAB (MILLONES DE EUROS)



### EVOLUCIÓN DEL EFECTIVO NEGOCIADO POR LAS EMPRESAS DEL MAB EN EL SISTEMA MULTILATERAL (MILLONES DE EUROS)



## **VIII. DESARROLLOS DE LOS MERCADOS ALTERNATIVOS: MEJORAS EN EL ACCESO, FUNCIONAMIENTO Y SUPERVISIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES**

La reciente Ley 5/2015, de 27 de abril, pretende, entre otros objetivos relacionados con la financiación de las empresas del MAB, hacer más accesible y flexible la financiación bancaria a las pymes. Específicamente, la nueva ley persigue avanzar en el desarrollo de los mercados alternativos, de conformidad con lo dispuesto en el Título V de la ley, cuya rúbrica “Mejoras de acceso, funcionamiento y supervisión de los mercados de capitales” recoge las recientes modificaciones de la Ley 24/1988, de 28 de julio, de Mercado de Valores. En este terreno es preciso tener en cuenta las previsiones del legislador para:

- a) El paso de la cotización en el Mercado Alternativo a la cotización en una Bolsa de Valores. En el caso de las empresas del MAB cuyo crecimiento de negocio es considerable, esta es una opción que el legislador ha querido facilitar, guardando sin embargo un equilibrio entre el acceso preferente a las bolsas y las necesidades de información pública. Las principales reglas aprobadas para el cambio de mercado son:
  - La exención de publicar, durante un máximo lapso de dos años, el segundo informe semestral, y la declaración intermedia o informe de gestión trimestral. Con esta medida, se entiende que durante la transición quedan suficientemente cubiertas las necesidades de información de los inversores, dando tiempo a la gestión B a la BOLA asimilar los nuevos costes informativos.
  - La exigencia de disponer de una capitalización superior a 500.000.000 € durante un periodo continuado de 6 meses, que se une al requisito de solicitar la admisión en un mercado secundario oficial en un plazo de 9 meses; de este último requisito, aplicable a las empresas en expansión, quedan excluidas en cambio las sociedades de inversión de capital

variable (SICAV, reguladas en los arts. 29 y 32 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva); y también las sociedades de inversión libre o SIL (art. 33 bis de la Ley 53/2003, introducido por disposición final primera de la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado), y las sociedades cotizadas de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMIS) que disciplina su Ley especial, 11/2009, de 26 de octubre.

- b) La figura del asesor registrado se eleva a rango legal. Se mantiene la idea de su servicio a la compañía del MAB como controlador de legalidad o director de cumplimiento normativo por mandato legal, de modo que su función es velar porque los emisores cumplan puntualmente todas sus obligaciones de información frente a la sociedad rectora del mercado y los inversores
- c) Por lo que respecta a los administradores de las sociedades emisoras, serán responsables de la elaboración de la información a publicar relativa a la sociedad incorporada a negociación. Responderán por los daños y perjuicios causados a los titulares de los valores como resultado de que la información no presente, en su caso, una imagen fiel de la sociedad. Lo que supone un avance hacia las garantías del inversor y una apuesta del legislador por la transparencia y por la lucha contra la falsedad en los estados financieros y el maquillaje contable, en interés del mercado.
- d) Son impuestas a la CNMV, en interés de los mercados, obligaciones reforzadas de supervisión sobre los sistemas multilaterales de negociación. En particular, se impone a la CNMV la obligación de elaborar u informe trimestral de supervisión de estos sistemas, entre los que se

encuentra el MAB, con el fin de que los emisores y los inversores en el propio MAB conozcan la actuación del supervisor en relación con sus principales actuaciones de control y vigilancia del cumplimiento de las normas del mercado, con una periodicidad alta.

## **ANALISIS DE LA GUIA DE BUENAS PRACTICAS DE LAS ENTIDADES EMISORAS EN EL MAB**

## **I. POR QUÉ UNA GUÍA DE BUENAS PRÁCTICAS PARA LA EMPRESAS DEL MAB**

Entre otras razones que cabe aducir para que el Mercado Alternativo BURSÁTIL español haya puesto a disposición del público una guía de buenas prácticas de cumplimiento voluntario, se encuentran estas:

a) Desde el punto de vista de los sujetos financiados, la guía se redacta para facilitar a las empresas que desean financiarse en el mercado alternativo el conocimiento y entendimiento de los aspectos clave del MAB, de modo que sus gestores puedan:

1. Tomar una decisión correcta sobre la idoneidad de solicitar la incorporación al mercado
2. Abordar de manera eficiente el proceso de salida al mercado
3. Mantener un rendimiento o performance excelente en términos de gestión del valor y de la reputación e imagen de la compañía a partir del día de incorporación al mercado

b) Desde el punto de vista de los organismos rectores y de gestión de los mercados secundarios, constituir una herramienta de consulta y orientación que promueva la transparencia informativa y genere confianza entre los inversores, que pueden acceder al contenido de la guía en la página del MAB.

---

\* Expresidente de la Asociación Española de Relaciones con Inversores

La guía del MAB es una guía de buenas prácticas propuestas a las empresas emisoras del MAB, a las que se proponen criterios de actuación independientemente del marco legal en el que se han de desenvolver. Se trata de una guía de consulta y de orientación para directivos y administradores, que recomienda prácticas profesionales excelentes en concretos ámbitos de autorregulación o regulación interna voluntaria. Su papel es por tanto análogo al que juegan los códigos modelo, códigos éticos o códigos de buenas prácticas en las sociedades cotizadas.

Si el MAB se orienta a financiar a empresas que no pueden por su volumen de negocio y capitalización acceder al mercado bursátil principal, y además a impulsar nuevas empresas en determinados ámbitos (empresas en expansión, fundamentalmente), no es menos cierto que, pese a tratarse de un mercado “segundo” o de empresas de menor tamaño, necesita un marco legal que proporcione procedimientos y compromisos de obligado cumplimiento.

Ahora bien, la guía excede del ámbito normativo estricto, y orienta las mejores prácticas de estas empresas. El proceso de incorporación y permanencia en el MAB de las empresas que cotizan en él está intervenido por numerosos agentes internos y externos, a quienes la guía puede y debe servir de orientación y de modelo para lograr la transparencia.

En el ámbito de las relaciones con inversores, departamento con que deben contar las empresas del MAB para acomodar su gestión a los objetivos de los inversores, y para dar a conocer a estos las estrategias de gestión, logrando una simbiosis óptima, la guía contiene recomendaciones para una buena definición de las propias relaciones con inversores (como sistema de la empresa) y para una buena ejecución y desenvolvimiento de esas relaciones.

Por último debe señalarse que, en materia de gobierno corporativo, la guía, como ya se ha avanzado, contiene algunas recomendaciones básicas para implantar un modelo de buen gobierno acomodado a las peculiaridades de estas

empresas. Un buen gobierno, unido a un plan integral de relaciones con inversores y a un modelo óptimo de difusión de información voluntaria, más allá del cumplimiento del marco legal, compone un modelo de transparencia que redundará en la creación adicional de valor, aumenta la liquidez, reduce el coste de capital y facilita la diversificación accionarial, aspectos todos prioritarios para cualquier sociedad cotizada, pero que son de especial importancia en empresas como estas, de limitada capitalización.

### **1. La problemática de publicar previsiones de resultados futuros en las empresas del MAB: los “guidance”**

Por su especial impacto para el mercado, las previsiones de resultados futuros (si son negativos, los temidos profit warning) deben publicarse en tiempo oportuno. En el caso de las empresas del MAB los inversores son especialmente sensibles a estos anuncios, por lo que los gestores deben desplegar toda su diligencia para:

- a) Hacer un seguimiento adecuado de dichos anuncios y de su impacto en el mercado
- b) Seguir el protocolo o procedimiento adecuado para su difusión.

En general, puede afirmarse que en la práctica internacional de empresas del segundo mercado o de mercados alternativos se han consolidado unas recomendaciones estándar para la elaboración y publicación de previsiones de resultados, que permitan minimizar el daño reputacional, mantener la inversión y, sobre todo, la confianza de los inversores en quienes difunden la información, managers y administradores de las sociedades. Estas recomendaciones se sustentan en los principios generales de:

- Prudencia. No deben difundirse informaciones hasta no asegurarse de la certeza de los datos en que se fundan.

- Realismo. Las previsiones o proyecciones, sea cual sea el método o métodos de valoración empleados, deben partir de supuestos verosímiles.
- Sostenibilidad. El paradigma actual de la responsabilidad social corporativa obliga a las empresas que deseen seguir mejores prácticas a sacrificar objetivos cortoplacistas en favor de otros sostenibles.
- Consistencia, que supone coherencia y congruencia entre los datos y entre estos y las hipótesis sobre las que se basa su extracción e interpretación a la hora de formular las previsiones.
- Periodo de proyecciones: debe ser asimismo consistente con los métodos de evaluación empleados y con la naturaleza de los datos y los objetivos de información perseguidos. A tal efecto, se seleccionarán los datos o indicadores pertinentes, procurándose su contraste externo.

Cuando la información que se sirva al mercado se confidencial, en particular, el problema práctico al que se enfrentan habitualmente los gestores del MAB es el de su posible carácter de información privilegiada en el sentido de la legislación del mercado de valores. La inexperiencia en el manejo de criterios interpretativos por parte de los gestores intenta ser suplida con criterios simplificadores pero efectivos que proporcionan las guías de las empresas. De manera sintética, a la hora de determinar si una información es privilegiada, y, por tanto, es sensible para el mercado y debe comunicarse a la CNMV y ponerse a disposición del mercado públicamente, puede servir el esquema orientativo que se expone:

Si la información analizada no es concreta, por no referirse a circunstancias existentes o que razonablemente se producirán; o bien no es lo bastante específica como para deducir una conclusión sobre su impacto en las cotizaciones (p. e., es un mero rumor o especulación), no puede considerarse información privilegiada. Pero si es concreta y específica, e impacta sobre las cotizaciones potencialmente de ser conocida, puede ser información privilegiada. No lo será si la información está públicamente disponible, es decir, puede

obtenerse por los usuarios del mercado previo análisis de la situación o datos publicados. Pero si la información es reservada, se refiere directa o indirectamente a la compañía o sus títulos, y puede impactar significativamente en la cotización de hacerse pública, es información reservada o privilegiada, y debe publicarse como “hecho relevante” en la web corporativa, y comunicarse a la CNMV, para que los inversores la incorporen a sus procesos de toma de decisiones en igualdad de condiciones, sin privilegio informativo de los iniciados.

## **2. Recomendaciones para construir el apartado de “información para accionistas e inversores” del sitio web de una entidad emisora del MAB**

Con carácter general pueden seguirse las siguientes:

- El apartado de “información para accionistas e inversores”, debe estar ubicado en una posición visible dentro de la página web corporativa de la empresa, que es de creación y publicación obligatoria.
- Incorporar dirección “url “ en toda comunicación corporativa de información relevante (financiera, operativa, institucional o de negocio) para direccionar al interesado hacia el apartado “información para accionistas e inversores”
- El sitio web debe proveer una navegación intuitiva y un fácil acceso a la información
- La accesibilidad a los contenidos estará a no más de tres pasos de navegación (“clicks”) desde la página principal.
- Los contenidos deberán presentarse estructurados y jerarquizados con un título conciso y explicativo, de modo que se permita una accesibilidad rápida y directa a cada uno de ellos y gratuita para el usuario.
- Disponibilidad de archivo histórico online cronológico de información publicada

- La carga de información en el sitio web debe ser simultánea con la realizada en otros canales, como son las agencias de noticias
- Alertar al mercado sobre la disponibilidad del sitio web de “Información para accionistas e inversores”, como canal de comunicación de referencia

## **II. VALOR ESTRATÉGICO DE UNA BUENA PRÁCTICA EN RELACIONES CON INVERSORES EN LAS EMPRESAS DEL MAB**

En materia de relaciones con inversores, para coadyuvar adecuadamente al proceso de creación de valor y de convergencia entre el interés de gestores e inversores, los primeros deben diferenciarse entre las fases de definición y ejecución de las relaciones con inversores. Un programa integral de relaciones con inversores ha de arrancar de la configuración y asimilación del historial de capital de la compañía (*equity story*), con cuya información, los gestores emplearán adecuadamente las herramientas y medios de comunicación para hacer llegar al mercado y a los inversores sus objetivos y estrategias, segmentando debidamente las audiencias destinatarias de cada tipo de información (inversores institucionales, inversores extranjeros, minoristas, socios de control, entre otros grupos de inversores; también se segmentará la información profesional debidamente en audiencias especializadas: analistas, auditores...). Estas audiencias inversora y profesional, a su vez, contribuyen con su opinión a formar expectativas de valor de mercado de la empresa, incidiendo en el nivel de capitalización bursátil, lo que resulta especialmente importante en las empresas del MAB.

Una vez formado el capital bursátil, los niveles de capitalización y la cotización, con su historial evolutivo, componen una información que debe absorber el departamento y responsables de relaciones con inversores, logrando así retroalimentar el programa de relaciones con inversores, que, así, mantiene

su carácter global o “integral”, y la recomposición y actualización del equity story, cerrándose el círculo de la información descrito.

El valor estratégico de una buena praxis en relaciones con inversores, considerando lo anterior, puede condensarse en cuatro principios que, enunciados sintéticamente, consisten en:

1. Interiorizar el concepto, misión y objetivos, entendiendo “por qué son necesarias las RR.II.”
2. Entender los principios mínimos de actuación, “las reglas no escritas” en materia de RR. II.
3. Presentar recomendaciones sobre cómo definir y ejecutar un Programa Integral de Comunicación con Inversores, lo que cabe denominar “la Hoja de Ruta” en materia de RR. II.
4. Considerar como áreas críticas en materia de relaciones con inversores: el *equity story*, los *guidance*, la gestión del hecho relevante, y el papel del CEO.

En las empresas del MAB, las políticas de relaciones con los inversores del órgano de administración son consideradas, en ocasiones, bien por los propios administradores, bien por los accionistas, y generalmente los de control, como un coste sin contrapartida, precisamente el coste que acarrea el cumplimiento del marco legal obligatorio; en las empresas más avanzadas, por el contrario, se entienden las relaciones y sistemas de comunicación con inversores generalmente como inversión, siguiendo un enfoque integral de creación de valor para el accionista, donde las RR. II. fortalecen la comunicación entre gestores e inversores, optimizando el mandato que los primeros reciben de estos últimos.

## **II. RECOMENDACIONES PARA UN BUEN GOBIERNO EN LAS EMPRESAS DEL MAB**

Sin perjuicio de las generales aplicables a cualquier sociedad de capital, y considerando que la problemática de las empresas del MAB en materia de gobierno puede entenderse menos compleja que en la sociedad cotizada en mercados secundarios oficiales bursátiles, pero más que en una sociedad anónima no cotizada, pueden considerarse como recomendaciones aplicables a nuestras empresas del mercado alternativo, sin perjuicio de las singularidades de cada una de ellas, las siguientes:

1. Adopción reglamentos órganos de gobierno

En general se considera conveniente que las empresas del Mercado alternativo adopten prácticas internas de gobierno favorecedoras de la transparencia, análogas a las que adopta la generalidad de las sociedades cotizadas. Esta orientación práctica supone, como mínimo, aprobar un reglamento del consejo de administración y otro de funcionamiento de la junta general de accionistas, con sus respectivos contenidos estándar, pero adecuados a las peculiaridades de gestión internas.

2. Adopción de un reglamento interno de conducta.

Una extensión del principio anterior, útil para regular la gestión y control de la información privilegiada, es la adopción de reglamentos internos de conducta de administradores, directivos y empleados. La finalidad de la adopción de tal reglamento se extiende igualmente a aspectos determinantes para el buen gobierno de la sociedad como la comunicación de información relevante, el régimen especial de limitación o prohibición, control y supervisión de operaciones personales, las normas de conducta en relación con la autocartera, y la gestión de los conflictos de interés con el interés social en que se vean inmersos los sujetos destinatarios del reglamento.

3. Peculiaridades del régimen de comités o comisiones internos del órgano de administración.

En esta materia, resulta particularmente recomendable para las empresas del MAB constituir una Comisión de Auditoría en el seno del Consejo, lo que, sin ser obligatorio, parece esencial para garantizar el enlace debido entre la auditoría externa y la interna, y para el debido intercambio informativo entre administradores y auditores, en interés del mercado.

4. Elaboración de informe anual de gobierno corporativo.

Dicho informe no necesariamente habrá de ser más simple que el de las sociedades cotizadas –aunque en general lo sea-, pero en todo caso, para garantizar la transparencia y el buen funcionamiento del órgano de administración, ha de garantizarse que su contenido sea suficientemente representativo de la información relativa a las principales áreas relacionadas con el gobierno corporativo (estructura de capital, composición del consejo, relaciones con la junta, especialmente), incluyendo todas las sensibles para que los inversores conozcan las políticas de gobierno y la estructura de administración de la compañía.

5. Elaboración y publicación de un informe de gestión completo

En las sociedades del MAB el informe de gestión debe mostrar con claridad la visión de los gestores sobre el estado, la evolución y la proyección de los negocios de la empresa en aras de una transparencia proactiva hacia el mercado y los inversores.

6. Sistema de control de cumplimiento normativo.

En todo caso, los gestores deben garantizar la *compliance* de las normas obligatorias vigentes, de modo que:

- se garantice la igualdad de acceso a la información relevante
- se promueva la transparencia, fluidez e integridad de la información en los mercados
- se difunda al mercado toda la información relevante, que ha de ser veraz, completa, accesible y comprensible.

En un ámbito más general, la transparencia servida al mercado se orientará a garantizar y proteger derechos de accionistas sobre bases de igualdad, dispensando especial atención a garantizar el ejercicio de los derechos de los accionistas minoritarios

## **ASPECTOS SOCIETARIOS, DE GOBIERNO Y DE MERCADO RELATIVOS AL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS EMPRESAS DEL MAB**

## SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN
  - 1. Objetivo del MAB
  - 2. ¿Qué es el MAB?
  - 3. ¿Qué no es el MAB?
  - 4. Consideraciones regulatorias
- II. ASPECTOS SOCIETARIOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO
- III. RECOMENDACIONES MAB EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO
- IV. PRÁCTICA DE MERCADO
- V. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL MERCADO CONTINUO SEPTIEMBRE 2015 (MILLONES DE EUROS)
- VI. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL MAB SEPTIEMBRE 2015
- VII. ANÁLISIS

---

† Socio de Garrigues.

## **I. INTRODUCCIÓN**

### **1. Objetivo del MAB**

Como se ha dicho ya en este foro, el MAB es un mercado orientado *exclusivamente* a la financiación empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida, *diseñada específicamente para ellas y unos costes y procesos adaptados a sus características*

### **2. ¿Qué es el MAB?**

Desde el punto de vista legal de su encaje en la Ley del Mercado de Valores, se trata de un Sistema multilateral de negociación (SMN). Efectivamente, su disciplina está regulada por la propia Ley del Mercado de Valores, lo que supone que el mercado está supervisado por el organismo administrativo regulador del mercado de capitales, actualmente la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

En cuanto sistema multilateral organizado de negociación semejante a las Bolsas, el MAB permite *“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.”* Ahora bien, estas normas no son las bursátiles, rigiendo las Circulares y normas internas específicas del mercado. Por otra parte, e igualmente en su calidad de sistema multilateral de contratación o SMN, donde la inversión la realizan particulares, se trata de un mercado privado de inversión; en este caso, donde el capital del propio mercado es propiedad del holding Bolsas y Mercados Españoles, sociedad holding española de los mercados secundarios y de los demás centros y sujetos para la contratación organizada (compensación, liquidación, registro, entre otras funciones).

### 3. ¿Qué no es el MAB?

Ahora bien, establecido lo anterior debe tenerse en cuenta que el MAB no es un mercado secundario de valores regulado (público) como las Bolsas, en cuanto que:

- a) El MAB no es un mercado para la financiación de cualquier empresa, sino que solo pueden cotizar en él los tipos previstos legalmente (Empresas en Expansión, SOCIMIS, SICAV, SIL, y otras previstas en su caso por el legislador). En concreto y para empresas en expansión está diseñado el MAB para que coticen empresas de reducida capitalización (cf. artículo 32.2 de la Ley del Mercado de Valores). Si su capitalización supera los 500 millones de euros en un período continuado de 6 meses, las empresas tienen obligación de solicitar la admisión en un mercado de regulado, dentro de un plazo de 9 meses.
- b) Su normativa interna no se disciplina por normas legales emanadas del poder público, sino por normas internas. Su creación se rige por el Título XI de la Ley del Mercado de Valores, pero su normativa interna surge de sus propios Reglamentos y Circulares.
- c) El MAB, a día de hoy, y por desgracia, no es un mercado de valores tan profundo y desarrollado como otros homólogos europeos. A este efecto debe recordarse que:

En primer lugar, el segmento MAB Empresas en Expansión se compone actualmente de solo 28 empresas, lo que es mínimo en comparación, por ejemplo, con el *Alternative International Markets (AIM)*- UK, donde cotizan 1.104 empresas; o, incluso, con el *Entry Standard (Alemania)*, que permite financiarse a 190 empresas, o el *Alternex* (que aglutina empresas belgas, holandesas, portuguesas y francesas): 180 empresas.

En segundo lugar ha de recordarse, los emisores del MAB no tienen, por el hecho de cotizar en él, la consideración de “sociedad anónima cotizada” según la disciplina española de derecho de sociedades. Por tanto, no se les aplica lo dispuesto en el Título XIV de la Ley de Sociedades de Capital, y tampoco las especialidades que allí se reconocen, principalmente sobre:

- Derecho a conocer la identidad de los accionistas por la sociedad y los demás socios.
- Suscripción de acciones, derecho de suscripción preferente y mercado de derechos.
- Límite máximo de autocartera y otras especialidades del régimen societario de las acciones propias..
- Posibilidad de delegación en el consejo la facultad de excluir el derecho de suscripción preferente en emisión de obligaciones convertibles.
- Obligatoriedad de contar con un Reglamento de Junta (reglas específicas de funcionamiento y derechos). Sin perjuicio de la conveniencia, como ya se ha dicho aquí, de redactar y aprobar este reglamento.
- Reglamento del Consejo y especialidades en su funcionamiento, valiendo las consideraciones hechas sobre el reglamento de la Junta.
- Facultades indelegables adicionales a la no cotizada. Por tanto, estas facultades son las generales de la sociedad anónima.
- Categorías de consejeros (independientes, ejecutivos, dominicales): existe mayor libertad para configurar el consejo desde el punto de vista de los perfiles funcionales de consejeros, como es propio de la anónima no cotizada.
- Comisiones de auditoría y nombramientos y retribuciones, que no son obligatorias en las sociedades del MAB

- Publicidad de los pactos parasociales, preparación de un informe anual de gobierno corporativo e informe anual sobre remuneraciones de los consejeros. En estas materias, el régimen del MAB es también menos exigente, debido a la ineficiencia que puede suponer aumentar los costes de la empresa con estas reglas de transparencia propias de las cotizadas.

#### **4. Consideraciones regulatorias**

Teniendo en cuenta lo anteriormente expuesto, consideramos que la regulación del MAB y de las sociedades que cotizan en este mercado debe ser eficiente y permitir el mejor desempeño de su función económica: apelar al ahorro público, y servir liquidez de modo sencillo a través del SMN, a efectos de diversificar el riesgo y facilitar la inversión y desinversión en los títulos de capital que circulen en el mercado.

Sin embargo, esa regulación debe necesariamente atender a las peculiaridades de los tipos de empresa que cotizan en cada uno de sus segmentos. Y en particular, en el caso de las llamadas “Empresas en Expansión”, su relativa menor capitalización, y los mayores riesgos en la inversión que acometen.

Algo que con frecuencia se olvida en este contexto es la cuestión relativa a si es el MAB un espacio de contratación apto para cualquier inversor. A esta cuestión creo que la respuesta debe ser negativa. No debería ser este mercado un lugar idóneo para cualquier inversor, sin perjuicio de que caben perfiles distintos de inversor. En el MAB se concitan, en concreto, inversores que presentan un perfil relativo de:

- Menor “aversión al riesgo” (compañías mucho menos consolidadas en sus modelos de negocio), lo que está relacionado con la búsqueda de mayores rentabilidades relativas.

- Superior conocimiento del mercado. Para invertir en las empresas del MAB se debe tener un conocimiento más profundo de los mercados de valores que el ordinario.

- Actitud menos “pasiva” o más proactiva respecto de la gestión de las empresas invertidas que la correspondiente al clásico inversor minorista del *mercado continuo*.

A modo de conclusión, entendemos que la regulación sobre el gobierno corporativo de los emisores MAB debe tener en cuenta todas las consideraciones anteriores.

## **II. ASPECTOS SOCIETARIOS EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO**

Se aplica a las sociedades cotizadas en el MAB la disciplina de la Ley de Sociedades de Capital como en el caso de cualquier otra sociedad anónima no cotizada. Ahora bien, debe tenerse en cuenta que en las sociedades del MAB concurren unas características singulares que aproximan su régimen en cierta medida al de las sociedades cotizadas. En particular, resultan determinantes para la configuración societaria de las empresas cotizadas en el MAB las reglas siguientes, que revelan la voluntad del legislador de un estricto control del órgano de administración por la junta general, conforme a nuevos estándares de gobierno corporativo, muy elevados o exigentes, que han sido introducidos por la reforma de la Ley de Sociedades de Capital (Ley 31/2014); y entre estas reglas, destacan las relativas a la determinación y contenido de:

- Las competencias exclusivas de la junta (artículo 160).
- Los mecanismos de resolución de conflictos de interés entre socios (artículo 190).

- El derecho de información en la sociedad anónima (artículo 197).
- Las votaciones separadas de acuerdos (artículo 197bis).
- El cálculo de la remuneración de los administradores (artículos 217 a 219).
- Los deberes de diligencia lealtad y las correspondientes reglas para evitar o paliar los conflictos de interés (artículos 225 a 230).
- La delegación de facultades del consejo y facultades indelegables (artículos 249 y 249 bis).

Como novedad reciente en materia de buen gobierno, debe destacarse que, desde el año 2016, deberán las sociedades del MAB, a semejanza de las cotizadas en Bolsa, contar con un *Comité de Auditoría*, al ser consideradas “entidades de interés público” (Ley 22/2015; artículo 3.5.a), sin excepción por tamaño. Además, el Comité de auditoría tendrá un régimen idéntico al de una sociedad cotizada: todos los miembros del comité deben ser consejeros no ejecutivos nombrados por el consejo de administración, y al menos dos (2) consejeros del comité han de ser independientes (según la categoría del 529 duodecimos de la LSC), donde uno de ellos será nombrado teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencias en materia de contabilidad, auditoría o en ambas. Por lo demás, el presidente del comité debe ser independiente y designado entre los independientes, debiendo ser sustituido cada 4 años, y pudiendo ser reelegido una vez transcurrido un plazo de un año desde su cese. La composición del comité debe estar recogida en los estatutos sociales, que establecerán sus miembros y funcionamiento. Las funciones principales de este comité son las comunes a las sociedades de capital que disponen de él, y entre otras: Informar a la junta sobre las cuestiones de su competencia; supervisar la eficacia del control interno, la auditoría interna y los sistemas de gestión de riesgos, incluidos los fiscales y discutir con el auditor las debilidades; supervisar el proceso de elaboración y presentación de la información financiera preceptiva;

elaborar al consejo propuestas de selección y nombramiento de auditor externo, y sus condiciones; relacionarse con el auditor externo relativas a sus trabajos; elaborar anualmente un informe previo al informe de auditoría en el que se expresará una opinión sobre la independencia del auditor de cuentas, teniendo en cuenta la prestación de servicios adicionales; e informar con carácter previo al consejo de (i) la información financiera que se deba hacer pública periódicamente, (ii) la creación de “SPV” o sociedades en paraísos fiscales y (iii) operaciones vinculadas. Por lo demás, su auditoría deberá realizarse conforme a lo previsto para las entidades de interés público en la Ley de Auditoría (artículos 42 y siguientes), debiendo determinarse las políticas y procedimientos para la realización de la revisión de control de calidad del trabajo de auditoría, de conformidad con el artículo 8 del Reglamento (UE) nº 537/2014, de 16 de abril, antes de emitirse el informe.

Otras obligaciones societarias que afectan a la sociedad emisora en MAB en materia de gobierno corporativo son *comunes a las sociedades cotizadas en Bolsa*; se trata, esquemáticamente, de las relativas a:

a) Comunicación de Participaciones Significativas:

- Obligación del accionista de comunicar al emisor la adquisición o venta de acciones que alcancen, superen o desciendan del 10% del capital social y sucesivos múltiplos.
- En el caso de administradores y altos directivos (aquellos que tengan dependencia directa del Consejo de Administración o del primer ejecutivo de la sociedad) la obligación se reduce al 1% del capital social y sus sucesivos múltiplos.
- Las comunicaciones deberán efectuarse dentro de los 4 días hábiles siguientes al que se produzca el hecho determinante de la comunicación.

b) Publicidad de los Pactos Parasociales:

- Obligación de los accionistas de comunicar a la sociedad la suscripción, prórroga o extinción de pactos que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o que afecten al derecho de voto.

- Las comunicaciones deberán efectuarse dentro de los 4 días hábiles siguientes al que se produzca el hecho determinante de la comunicación, sin obligación de inscribirlo en el Registro Mercantil.

c) Solicitud de exclusión de cotización de MAB:

Es obligación de la sociedad emisora, en caso de adoptar un acuerdo de exclusión de negociación del MAB que no sea aprobado por unanimidad, de ofrecer a los accionistas que no hayan votado a favor del acuerdo la adquisición de sus acciones a un precio justificado de acuerdo con los criterios previstos en la regulación aplicable a las OPAs para los supuestos de exclusión de cotización.

d) Cambio de Control de la sociedad:

Se regula la 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%) de no poder transmitir su participación a menos que el potencial adquirente ofrezca a la totalidad de los accionistas la compra de sus acciones en las mismas condiciones.

e) Publicidad del emisor a través de una página web corporativa

Las anteriores obligaciones son, como se ha dicho, comunes o compartidas entre las empresas cotizadas en el MAB y en las bolsas. Sin embargo, para responder a la cuestión relativa a qué obligaciones tienen las sociedades de MAB que no tengan las sociedades cotizadas en mercados regulares u oficiales, la respuesta es, principalmente, la necesidad de contar con un Asesor Registrado. Es este un prestador de servicios pero también un agente o comisionista que representa a la sociedad; pero se trata más que de un mero "listing agent" a la

americana, estando más próximo a un asesor financiero especial, a cargo del cual el legislador coloca las obligaciones de elaborar un conjunto de trabajos específicos para la entidad asesorada del MAB, y en concreto:

- “*Due diligence*” de la sociedad.
- Viabilidad del Plan de Negocio.
- Verificación de que cuenta con estructura orgánica y jerárquica adecuadas para su Plan de Negocio.
- Asistencia en la preparación del “*equity story*” del emisor.
- Análisis y recomendaciones de la situación del emisor en materia de gobierno corporativo.
- Asistencia al emisor en su relación con MAB.
- Preparación del expediente de admisión a MAB (cf. la *Guía de Buenas Prácticas de Asesores Registrados*)
- Mantenimiento de una relación continuada y seguimiento del emisor.

Finalmente, debe retenerse como requisito legal relevante impuesto a las sociedades que cotizan en el MAB el requisito al compromiso temporal de retención de acciones que incumbe a socios y administradores. En el supuesto de que la actividad de la sociedad emisora tenga una antigüedad inferior a 2 años, los accionistas de referencia y los altos 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 MAB (*Lock-up clause*).

### **III. RECOMENDACIONES MAB EN MATERIA DE GOBIERNO CORPORATIVO**

#### **1. Recomendaciones del MAB en materia de gobierno corporativo**

Se ha analizado en la ponencia anterior la guía de buenas prácticas de las entidades emisoras en el MAB, mercado cuyo objetivo es lograr la “mejor posición del emisor para tener acceso a la base de inversores más sofisticados y de largo plazo”.

Según la guía, los emisores seguirán disponiendo siempre, sigan o no sus recomendaciones, de la “flexibilidad” que da cotizar en el MAB. En efecto, su cumplimiento es voluntario, consistiendo su contenido en meras recomendaciones. Por tanto, el incumplimiento de las recomendaciones puede estar justificado, y no rige el principio de “cumplir o explicar” del mismo modo que en la sociedad cotizada, pues la CNMV no obliga a rellenar un formulario, como a las empresas cotizadas, a las del MAB, donde consten todas las recomendaciones y su comparación con las prácticas de la compañía. No hay sanción por no decir si se siguen o no las recomendaciones. Además, la propia guía incluye una razón para no cumplir: *“la imposibilidad de su aplicación por estructura de la compañía o costes”*.

Estas diferencias entre la sociedad del MAB y la cotizada muestran la preocupación de los rectores del MAB por separarse, en la medida de lo posible, del régimen gobierno corporativo de la sociedad anónima cotizada; pero, a la vez, la existencia de la guía y su publicación en la página web del MAB demuestran la preocupación de los dirigentes del MAB por que las empresas se gobiernen adecuadamente, y por el cumplimiento de los mejores estándares en materia de gobierno corporativo.

El contenido básico de la Guía recomendado para buen gobierno de la empresa del MAB comprende los siguientes documentos:

- Reglamento de Junta.
- Reglamento de Consejo.
- Reglamento interno de conducta del consejo de administración en materias relativas a los mercados de valores.
- Comisión de Control y Cumplimiento.
- Informes de gestión completos.

#### IV. PRÁCTICA DE MERCADO

A continuación se expresan en el cuadro cuáles son, de los contenidos recomendados por la Guía, los que de hecho cumplen las sociedades del MAB, tomando como fuente las páginas web corporativas de los emisores.

<b>Sociedad</b>	<b>Reglamento Junta</b>	<b>Reglamento Consejo</b>	<b>Comisiones Consejo</b>	<b>Comentarios</b>
INKEMIA	<b>Si</b>	<b>Si</b>	Previstas (de trabajo) pero no obligatorias.	Sin consejeros independientes
AB Biotics	No	No	No	Sin información composición consejo
ALTIA	<b>Si</b>	No	No	Se comunica la existencia de un pacto parasocial
BIONATURIS	<b>Si</b>	No	No	-
CARBURES	<b>Si</b>	No	No	-
CATENON	<b>Si</b>	<b>Si</b>	<b>Comité de trabajo de Auditoría y Nombramientos</b>	<b>Reglamento Interno de Conducta (RIC)</b> <b>Sin información</b>

<b>Sociedad</b>	<b>Reglamento Junta</b>	<b>Reglamento Consejo</b>	<b>Comisiones Consejo</b>	<b>Comentarios</b>
				<b>sobre composición de independientes en dichas comisiones</b>
COMMCENTER	No	No	-	-
EBOSS ENERGY	No	No	-	Equipo de relación con inversores
EUROCONSULT	No	No	-	Página comercial únicamente
EUROESPES	No	No	-	Enlace al MAB
EURONA TELECOM	<b>Si</b>	<b>Si</b>	<b>Comité de trabajo de Auditoría y Comité de Retribuciones</b>	<b>Ric Sin información sobre composición de independientes en dichas comisiones</b>
FACEPHI	No	No	-	-
GREENERGY RENOVABLES	<b>Si</b>	No	-	-
GRÑO ECOLOGIC	No	No	-	Página comercial
HOME MEAL	No	No	-	Enlace al gobierno corporativo de la empresa sin contenido
IMAGINARIUM	<b>Si</b>	<b>Si</b>	<b>Comisión de auditoría</b>	<b>RIC Información sobre consejeros independientes (2)</b>
INCLAM	<b>Si</b>	<b>Si</b>	<b>Previstos comités de trabajo de Auditoría y Nombramientos (pero no nombrados)</b>	<b>RIC Sin información sobre el consejo.</b>

<b>Sociedad</b>	<b>Reglamento Junta</b>	<b>Reglamento Consejo</b>	<b>Comisiones Consejo</b>	<b>Comentarios</b>
GOWEX	No	No	-	¿¿¿¿¿?????
LUMAR	No	No	-	-
MAS MOVIL	No	No	-	Incluye unos "principios de buen gobierno"
<b>Sociedad</b>	<b>Reglamento Junta</b>	<b>Reglamento Consejo</b>	<b>Comisiones Consejo</b>	<b>Comentarios</b>
NBI BEARINGS EUROPE	No	No	-	-
NEURON BIO	Si	Si	Comité de auditoría y comité de nombramientos	-
NPG TECHNOLOGY	No	No	-	-
ONLY APARTMENTS	Si	Si	Comisiones de trabajo de auditoría y nombramientos y retribuciones	RIC Sin información sobre la composición del consejo
SECUOYA	No	No	-	-
VOUSSE GROUP	No	No	-	-
ZINKIA	Si	Si	Comisiones de Auditoría y Nombramientos y Retribuciones.	RIC Información sobre los miembros de la Comisión de Auditoría y Nombramientos y Retribuciones (no independientes)  Publica Informe de Gobierno Corporativo

**V. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL MERCADO CONTINUO SEPTIEMBRE  
2015 (MILLONES DE EUROS)**

ABENGOA, S.A.	694,0
SAETA YIELD, S.A.	673,0
LABORATORIOS FARMACEUTICOS ROVI, S.A.	663,5
TALGO,	622,5
FAES FARMA,S.A.	582,6
LAR ESPAÑA REAL ESTATE, SOCIMI, S.A.	512,9
BARON DE LEY,	407,2
PAPELES Y CARTONES DE	386,6
MIQUEL Y COSTAS & MIQUEL,	370,0
DURO FELGUERA,	331,2
FLUIDRA, S.A.	330,0
DEOLEO,	317,5
NATURHOUSE HEALTH, S.A.	294,1
CEMENTOS PORTLAND VALDERRIVAS,	261,5
NMAS1 DINAMIA, S.A.	252,5
TUBACEX, S.A.	250,6
RENTA 4 BANCO, S.A.	243,3
PROMOTORA DE INFORMACIONES, S.A.	240,9
CIA. VINCOLA DEL NORTE DE ESPAÑA, S.A.	238,4
LABORATORIO REIG JOFRE,	230,9
VOCENTO, S.A.	221,1
REALIA BUSINESS,	202,8
INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.	163,7
IBERPAPPEL GESTION, S.A.	162,9
PRIM,	156,1

TUBOS	150,2
SOTOGRADE,	141,4
FUNESPAÑA, S.A.	135,2
GRUPO EZENTIS, S.A.	129,3
QUABIT INMOBILIARIA, S.A.	112,9
CLINICA BAVIERA,	89,69
ADVEO GROUP INTERNATIONAL, S.A.	89,09
LINGOTES ESPECIALES S.A.	87,84
TECNOCOM, TELECOMUNICACIONES Y ENERGIA, S.	81,02
AMPER, S.A.	80,91
SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE, S.A.	80,01
CORP. EMPRESARIAL DE MAT. CONSTRUCC. S.A	75,04
AZKOYEN S.A.	71,44
DOGI INTERNATIONAL FABRICS, S.A.	68,40
ERCROS S.A.	65,59
CODERE, S.A.	61,64
RENTA CORPORACION REAL ESTATE, S.A.	54,92
FERSA ENERGIAS RENOVABLES, S.A.	54,60
GRUPO EMPRESARIAL SAN JOSE, S.A.	51,37
URBAS GRUPO FINANCIERO, S.A.	41,25
ADOLFO DOMINGUEZ, S.A.	35,24
INYPSA INFORMES Y PROYECTOS, S.A.	25,92
GENERAL DE ALQUILER DE MAQUINARIA, S.A.	24,85
BIOSEARCH, S.A.	24,52
BODEGAS RIOJANAS, S.A.	21,27
COMPAÑIA GENERAL DE INVERSIONES, SICAV	18,32
NATRA S.A.	17,32
MONTEBALITO, S.A.	17,17
NICOLAS CORREA S.A.	14,47

## VI. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL MAB SEPTIEMBRE 2015

<b>GOWEX</b>	572.721.811,20	0,00%
<b>MASMOVIL</b>	247.106.076,00	73,84%
<b>CARBURES</b>	80.038.732,20	-80,26%
<b>SECUOYA</b>	78.852.400,00	98,02%
<b>EURONA TELECOM</b>	73.318.612,50	-16,67%
<b>ALTIA</b>	72.839.979,15	15,74%
<b>MEDCOM TECH</b>	63.343.777,30	-25,12%
<b>GRIÑÓ ECOLOGIC</b>	54.470.468,86	-31,54%
<b>1NKEMIA</b>	50.028.500,79	10,29%
<b>INCLAM</b>	48.450.000,00	39,34%
<b>GREENERGY RENOVABLES</b>	40.909.091,40	30,43%
<b>EBOSS ENERGY</b>	40.094.167,68	-2,97%
<b>EUROCONSULT</b>	39.976.442,99	10,00%
<b>HOME MEAL</b>	31.754.737,28	12,00%
<b>AB-BIOTICS</b>	19.288.305,72	13,56%
<b>NPG TECHNOLOGY</b>	19.242.029,90	17,16%
<b>CATENON</b>	18.546.509,52	-10,00%
<b>NBI BEARINGS EUROPE</b>	18.372.099,32	7,97%

<b>ONLY APARTMENTS</b>	16.882.050,80	0,46%
<b>BIONATURIS</b>	16.817.920,68	-54,05%
<b>NEURON BIO</b>	15.401.250,00	-19,57%
<b>IMAGINARIUM</b>	14.160.617,64	-31,93%
<b>ZINKIA</b>	11.739.248,64	0,00%
<b>COMMCENTER</b>	11.164.883,60	9,03%
<b>LUMAR</b>	6.039.489,93	0,00%
<b>FACEPHI</b>	5.457.375,00	-60,14%
<b>VOUSSE CORP</b>	3.888.729,60	-20,67%
<b>EUROESPES</b>	3.331.740,00	20,00%

## VII. ANÁLISIS

Ante la pregunta ¿quién es el inversor del MAB?, debe reflexionarse sobre los siguientes hechos de la práctica en el mercado español:

1º: Por lo que respecta al mercado primario, no se hacen ofertas públicas; proviniendo el capital inicial de socios familiares u otros de control; y en todo caso, las empresas se dirigen en el mercado primario, por tanto, a inversores que reúnen las condiciones siguientes:

- Carácter de inversor cualificado o profesional, menos necesitado de protección que el minorista o particular en el sentido de la Ley del Mercado de Valores.
- Inversión mínima de 100.000 euros por sujeto inversor.
- Al menos en la colocación inicial (IPO), se presupone que el destinatario de la colocación es un inversor mínimamente avezado o sofisticado.

2º: En el mercado secundario, la comunidad inversora es limitada. Así, en el caso de Gowex, 5.000 inversores. Se trata por lo general de minoristas que compran a los institucionales y a los colocadores.

El principio esencial de la normativa mercado de valores, sin duda es el de transparencia y simetría informativa. La regulación debe perseguir que todos los inversores afectados por una operación o situación de mercado sean tratados por igual, al objeto de evitar ventajas para determinados operadores (e. g. inversores profesionales), que estarían en principio mejor informados frente al resto. Siendo así, la normativa del MAB debe dirigirse a evitar, como en cualquier mercado de valores, la pérdida de confianza por parte todo tipo de inversores (minoristas o cualificados).

Ahora bien, cabe cuestionarse si se solucionarán estas asimetrías con la implementación de un código de buen gobierno corporativo y el resto de buenas prácticas que se han propuesto para su implantación en las empresas del MAB. Y, en especial y entre otras, si sería conveniente establecer un contenido obligatorio a la página web corporativa.

Si se aplica la totalidad de las buenas prácticas ¿se perderá esa flexibilidad que se reclama para el MAB para empresas en expansión? ¿Se está dejando al MAB sin potencial de crecimiento? (capitalización máxima, comité de auditoría y otros condicionantes cada vez más parecidos al de una sociedad cotizada, etc...)

Las diferencias entre cotizadas del MAB y otras cotizadas, en definitiva, parece que tienden a reducirse únicamente al grado de “madurez” del negocio (capital riesgo “maduro”). Si todo son medidas para proteger al inversor “minorista” ¿no sería mejor establecer limitaciones al tipo de inversor que invierte en valores MAB?

Aplicar la normativa MIFID y determinar los perfiles de riesgo de empresas en expansión; fijar la inversión mínima en múltiplos de EUR 100.000; o limitar los tipos de inversor a ciertas categorías de cualificados o profesionales (de modo que el minorista sólo pueda invertir a través de fondos o gestores de carteras) parecen medidas adecuadas para las empresas del MAB, acordes con su finalidad y con la idea de protección del inversor que preside la legislación del mercado de capitales.

Por lo demás, parece conveniente repensar el papel del Asesor Registrado, a la vista de la experiencia pasada, y fijar con mayor precisión el ámbito de su responsabilidad; asimismo, convendría replantearse el papel de las entidades colocadoras de los valores que acceden a cotización en el MAB, qué responsabilidad tienen por contraposición a los del colocador de títulos en bolsa. Finalmente, parece oportuno establecer especialidades, en esta dirección, para los sistemas de colocación primaria de los valores que acceden al MAB, considerando el perfil de los destinatarios de la inversión, y las necesidades de los inversores futuros en el mercado secundario. Acordemente, convendrá ajustar las especialidades de la negociación secundaria a medida que se consolide el mercado alternativo en los años próximos.



# **PROBLEMAS SOCIETARIOS Y DE CONTRATACIÓN PRIVADA EN LA SITUACIÓN PRESENTE DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL**

JAVIER IBÁÑEZ JIMÉNEZ<sup>‡</sup>

Se presenta a continuación la síntesis de los contenidos introducidos por el autor para su exposición y debate en la mesa redonda “Aspectos societarios, de gobierno y de mercado relativos al régimen jurídico de las empresas del MAB” en la sesión del seminario de la cátedra sobre las empresas del MAB, a continuación de la intervención de D. Gonzalo García Fuertes.

## **I. LA ASOCIACIÓN DE EMPRESARIOS DEL MAB (AEMAB) COMO ACTIVO REPUTACIONAL DE LAS EMAB**

### **1. Los fines estatutarios de la AEMAB desde la óptica contractual privada**

Esta asociación se constituyó para promover y defender los intereses de las empresas cotizadas en el Mercado Alternativo, pero también los de sus clientes y accionistas, y los del mercado en general. En este sentido, la Asociación promueve intereses comunes del propio mercado MAB y los de sus empresas en todos los segmentos (SOCIMIs, SICAVs, ECRs). Pero a un tiempo, desempeña una labor importante de relaciones con inversores, pues como proclaman sus asociados en la web de la Asociación, esta aspira a ser “canal de interlocución entre la EMABs y sus inversores”. Asimismo, en canal de interlocución entre estas empresas y, más en general, sus “clientes” y “la

---

<sup>‡</sup> Codirector de la Cátedra Garrigues de Derecho de Sociedades.

sociedad”, lo que entraña una importante componente de responsabilidad social corporativa (RSC) como objetivo de la Asociación compartido por todos los emisores del MAB.

Entre otros fines de la asociación complementarios en encuentran algunos que afectan al MAB pero también a la economía en su conjunto, como, en particular:

- Tratar los problemas específicos que se plantean a las sociedades del MAB, de tamaño intermedio entre las cotizadas y otras anónimas, a fin de alcanzar soluciones, que normalmente serán específicas, pero segmentadas por el objeto social –recientemente se han planteados los casos GREENERGY o NBI BEARINGS-.

- Potenciar el MAB (aun en el contexto restrictivo del crédito y ayudar activamente a la entrada de nuevas empresas, lo que resulta fundamental para mejorar la competitividad e internacionalización de la empresa española, objetivo de alcance general muy apreciado al cual el MAB aspira a contribuir, y que la AEMAB trata de facilitar.

- Fomentar las buenas prácticas y buen gobierno de las empresas cotizadas en el MAB, lo que incide en la configuración general de los sistemas de gobierno de las compañías, tanto cotizadas como anónimas no cotizadas.

Desde la perspectiva contractual privada, estos fines de la Asociación son irreprochables jurídicamente y, además, beneficiosos para el mercado y para el sistema financiero en general. Sin embargo, el hecho de que la mayor parte de las empresas significativas se estén asociando y el creciente poder fáctico que pueda ir alcanzando en lo sucesivo (sobre todo, empresas en expansión que están asociadas), no deja de sugerir algunas consideraciones (más abajo, 2) sobre la eficiencia del régimen del MAB.

## **2. El contrato AEMAB como respuesta a la ineficiencia de regulador: análisis de los factores de eficiencia normativo, *bargaining power***

En octubre de 2015, trece empresas en expansión del MAB habían suscrito el contrato de asociación con AEMAB, previa solicitud de ingreso como socios de número.

La condición de asociado confiere como derechos a la empresa, según los estatutos de AEMAB, los propios y típicos de cualquier asociación de derecho privado –participación en la vida política asociativa y en sus ventajas y beneficios comunes, incluyendo la participación en la Asamblea y la recepción de información sobre los acuerdos de los órganos de gobierno de la AEMAB, pudiendo hacerse sugerencias a los miembros de la Junta Directiva para mejorar el cumplimiento de los fines de la Asociación-.

Además, desde el 21 de septiembre de 2015, los asociados pueden integrar parte del AEMAB-24, el índice selectivo de las 24 empresas con más liquidez de las que cotizan en el propio Mercado Alternativo Bursátil. El índice es elaborado por la AEMAB, y en él las 24 sociedades tienen igual peso o ponderación, resultando así de su evolución un promedio de la evolución de la capitalización y la rentabilidad de las sociedades integrantes.

No puede ocultarse el carácter generalista, casi de orden público, de las funciones que se encomiendan a la Asociación, fruto a nuestro parecer de ciertas ineficiencias de la regulación del mercado, y de la propia novedad de este. En este sentido es llamativo el hecho de que el art. 3 de los Estatutos de AEMAB añadan a la nómina de funciones de la Asociación el ayudar activamente a la entrada de nuevas compañías en el MAB, mejorar la competitividad interna y exterior de la economía española al contar con más compañías cotizadas e internacionalizadas.

Por otra parte, la función del art. 3 f), “fomentar las buenas prácticas y buen gobierno de las empresas cotizadas en el MAB”, da idea del déficit regulatorio sectorial y de la capacidad de negociación y de lobby que se atribuyen la Asociación y sus asociados para mejorar la regulación, incluso, como expresa el art. 4, mediando ante las Administraciones y entes privados para “obtener mejoras en el funcionamiento de este mercado que beneficien a todos sus agentes” –art. 4 a)-, lo que implica cierto reconocimiento de las limitaciones de la regulación actual del MAB para lograr sus fines e, implícitamente, ciertas ineficiencias de las normas, bajo cuyo imperio se han sucedido algunos casos bien conocidos de mala praxis de gobierno.

## **II. IMPACTO DE LA GUÍA DE GOBIERNO EMAB SOBRE LAS SOCIEDADES DEL MAB Y SOBRE LA RELACIÓN INTERNA DE AGENCIA DE LA EMAB**

Pueden señalarse estas cuatro vías de impacto de la Guía propuesta en la relación entre la EMAB y sus asociados:

1. Como fuente de autoproducción de las relaciones interorgánicas en las empresas asociadas.
2. Como vía perfectiva de la administración y gobierno de las sociedades del MAB, en particular.
3. Como instrumento integrador de las reglas del contrato AEMAB.
4. Como elemento reductor de costes informativos y de implementación de gobierno en la EMAB.

De la simple lectura de la información que la AEMAB pone a disposición de las empresas asociadas, de su contenido, y aún de la ordenación y presentación que en la web de la Asociación se hace de estos documentos, se desprende sin lugar a dudas la concurrencia de estas vías de impacto.

En particular, en los “informes AEMAB” se examina puntualmente la evolución del AEMAB-24 en conjunto, y de las compañías que lo integran, lo que constituye una información relevante para todas ellas en cuanto asociados y en cuanto competidores; también lo es la contenida en los “avisos AEMAB”, de otra parte, centrada por el momento en publicitar las decisiones del Comité Asesor Técnico de los Índices AEMAB en materia de integración, mantenimiento o exclusión de empresas del MAB en el índice AEMAB-24, de conformidad con las denominadas *Normas Técnicas para la Composición y Cálculo de los Índices AEMAB*.

### **III. LOS ASESORES REGISTRADOS DE LAS EMAB COMO AGENTES SINGULARES: PROBLEMAS DE AGENCIA**

#### 1. Eficiencia de su mandato legal como *compliance officers*

En este terreno debe subrayarse la necesidad de examinar la experiencia acumulada para hacer una evaluación de eficiencia funcional –análisis de los costes de contratación y desempeño, en relación a los beneficios para los asesorados y para el mercado en la labor de orden público de mercado que la Ley les asigna-, a efectos de promover la modificación de normas de las Circulares del MAB afectadas.

#### 2. Problemas de selección -idoneidad, independencia- y solución a conflictos de interés

En este punto parece loable como prevención de conflictos y como medida de transparencia la idea de asociar a los asesores registrados a través de la AEMAB. Se precisa, en este terreno, una evaluación sistemática del rol de los asesores como factor reductor de costes informativos y transaccionales sobre el gobierno EMAB.

#### **IV. CONTRATACIÓN DE AUDITORES Y RIESGOS DE SOBRE-AUDITORÍA**

En materia de auditoría de las empresas del MAB, cabe plantear algunas cuestiones de actualidad, que en síntesis son:

1. El debate sobre la aplicación de la reciente Ley de Auditoría 22/2015, en relación con las disposiciones del Reglamento 2014/56/CE, puede entrañar en conjunto una corrección hiperreactiva frente al fenómeno de un régimen de auditoría tildado de “ético” como el contenido en las Normas Internacionales de Auditoría en relación con las reglas de la Ley 12/2010 –y normativa comunitaria afín, 2006/43/CE-.
2. La consideración que merece el mandato del Comité de Auditoría –que falta en un 40% de EMABs pese a ser declaradas como de “interés público”-, en un contexto de necesaria idoneidad e independencia de los no ejecutivos –*ope legis*, no solo en la reglamentación del MAB, sino en todos los reglamentos homólogos europeos, británico –RAIM-, o francés –Reglamento ALTERNEXT-, entre otros.
3. El debate sobre los límites de juego debidos de las presunciones de independencia, que parecen excesivamente casuísticas en algunos supuestos, y en otros, escasamente denotativas de apariencia del carácter independiente del sujeto en potencial conflicto. En este sentido cabe citar las reglas relativas a la obligación de abstención de familiares y sujetos integrados en la red de auditoría de la empresa; incompatibilidad que es bianual en el caso de las personas vinculadas a las EMABs.
4. La consideración que merecen desde la óptica de la eficiencia algunas obligaciones nuevas a cargo de los comités de auditoría, en particular la obligación de proporcionar Información extraordinaria sobre el resultado de la auditoría, para los propios auditores externos –también sobre el informe IAT-; la relativa al suministro de información extra del auditor de cuentas sobre su

capacidad detectora del fraude y sobre el nivel de independencia de la red auditora;

5. La cuestión relativa a los incentivos que merecen la coauditoría o a los auditores conjuntos para distribuir el riesgo de cobertura íntegra de daños por efecto de la nueva responsabilidad por daños no imputables

6. El análisis de eficiencia de las prohibiciones de prestar servicios conexos como consultoría, asesores jurídicos, análisis de inversión, etc., y de las prohibiciones relativas a regalos al auditor, régimen de no dispersión o concentración de ingresos o clientes de auditoría, y repetición o permanencia en el cargo de auditor, de conformidad con lo establecido ya en el Reglamento UE 537/2014.



**ANEXO**  
**RESEÑA DEL SEMINARIO DE LA CÁTEDRA**

Jornada científica

***LAS EMPRESAS DEL MAB:***

***GOBIERNO Y CUESTIONES SOCIETARIAS***

Madrid, 19 de octubre de 2015

Lugar de Celebración:

SALA DE CONFERENCIAS (Universidad Pontificia Comillas)

**1. CONTENIDO**

A) Creación y difusión de conocimiento sobre la auto-regulación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), en el contexto actual de progresiva difusión de los segundos mercados y de aplicación de la nueva Guía de buen gobierno de las sociedades cotizadas en el MAB.

B) Examen de los sistemas de gobierno, de aplicación de reglas societarias y de contratación relativos a la aplicación de las reglas especiales del MAB.

C) Análisis de los avances del derecho societario vigente y de las nuevas propuestas de modernización en España (normas sobre sociedades de capital, regulación bursátil común y especial del MAB) de los segundos mercados como alternativa de financiación eficiente, en el contexto de los actuales debates doctrinales al respecto.

## **2. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN RELACIONADAS**

Derecho de las sociedades cotizadas, análisis económico del derecho del mercado de valores, estatuto jurídico de los inversores, contratación mercantil, teoría de agencia, sistema de gobierno corporativo, teoría de los conflictos de intereses.

## **3. TRANSFERENCIA DE RESULTADOS**

Las actas de la jornada se publicarán la colección Cuadernos monográficos de la Cátedra Garrigues y en al menos una revista indexada especializada del primer cuartil de impacto.

## **4. PROGRAMA**

14:50 h. Presentación

D. ÍÑIGO NAVARRO MENDIZÁBAL Decano de la Facultad de Derecho-  
ICA Universidad Pontificia Comillas

15:00 h. La financiación a través del MAB: ventajas, problemas y soluciones de futuro

D. JESÚS GONZÁLEZ-NIETO MÁRQUEZ

Vicepresidente del MAB

15:30 h Análisis de la Guía de buen gobierno de las empresas del MAB.  
[www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/Guia\\_MaB\\_Buenas\\_prácticas\\_EMITORES.pdf](http://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/Guia_MaB_Buenas_prácticas_EMITORES.pdf)

D. FRANCISCO BLANCO

Expresidente de AERI. Autor de la Guía de buen gobierno del Mercado Alternativo Bursátil

16:00 h Mesa redonda:

Aspectos societarios, de gobierno y de mercado relativos al régimen jurídico de las empresas del MAB

D. GONZALO GARCÍA FUERTES

Socio de Garrigues

Moderadores:

D. JAVIER IBÁÑEZ JIMÉNEZ

D<sup>a</sup>. MÓNICA MARTÍN DE VIDALES

Codirectores de la Cátedra Garrigues

17:00 h. Clausura a cargo de los Codirectores de la Cátedra Garrigues y de la Jornada