

MAB: Una alternativa de financiación en consolidación

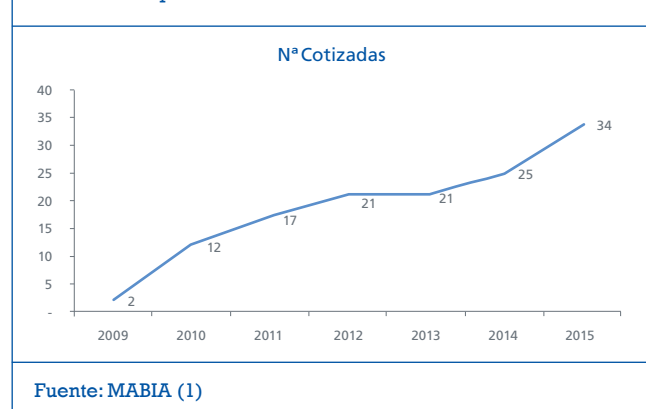
Jordi Rovira

El Mercado Alternativo Bursátil encaró su séptimo año de vida con 34 compañías cotizadas, lejos aún de sus referentes en Europa, pero con fuerzas renovadas tras un 2015 positivo en el que se han incorporado 9 sociedades y conseguido financiación de más de 100 millones de euros por segundo año consecutivo.

1. MAB, breve repaso de 6 años de vida. Principales hitos, magnitudes e indicadores

Aunque se creó en 2006, no fue hasta julio de 2009 que el Mercado Alternativo Bursátil incorporó a su primera empresa en expansión (EE). En estos más de seis años de existencia, 37 empresas han salido al parqué del primer mercado de valores dirigido a empresas en expansión de reducida capitalización, siguiendo el modelo entre otros del AIM inglés y el Alternext francés. Tres compañías abandonaron el mercado al fracasar el proyecto.

Gráfico 1. Empresas cotizadas en el MAB a 31/12/2015



La regulación del Mercado Alternativo Bursátil se concibió más flexible y abierta que la del mercado continuo para hacer más atractivo y sencillo para una empresa mediana cotizar en bolsa a través del MAB. Si bien la experiencia de estos primeros años, caso Gowex incluido, ha aconsejado revisar algunos protocolos de supervisión por parte del regulador. En este sentido a principios de 2016 el Mercado ha reformulado toda la normativa que lo regula para mejorar la fiabilidad, el rigor y la introducción de las prácticas de buen gobierno.

El nuevo reglamento (2) del MAB se acompaña de 11 circulares específicas (3) que afectan tanto a las entidades emisoras, como a los asesores registrados, proveedores de liquidez y los procedimientos de supervisión. En definitiva se trata de ofrecer más confianza a los inversores, y para ello el regulador, el MAB, ha incorporado nuevas obligaciones dirigidas a asesores registrados y entidades emisoras que antes eran voluntarias. Los cambios fundamentales afectan a los capítulos dedicados, a la incorporación y a la exclusión de empresas, a la información a suministrar y a las funciones de los asesores registrados.

Como resumen quizá las novedades más destacadas son:

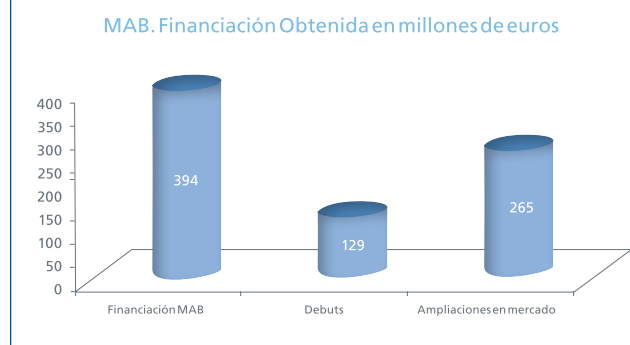
- **Revisión limitada de las cuentas semestrales:** las empresas están obligadas a presentar las cuentas semestrales a una revisión limitada por el auditor ampliando el plazo a cuatro meses tras el cierre del semestre. Hasta el momento era una opción voluntaria para las empresas y cerca de la mitad no lo hacía.
- **Comisión de auditoría obligatoria.** Todas las empresas deberán disponer de una comisión con mayoría de consejeros independientes y presidida también por un consejero independiente.
- **Salto al mercado continuo:** además de los supuestos en que la entidad lo solicite de forma voluntaria, cuando la capitalización de la misma supere los 500 millones de euros durante 6 meses, dispondrá de un plazo de 9 meses para incorporarse al mercado continuo.
- **Auditor para entidades de interés público:** las compañías deben contar con un auditor que esté habilitado para auditar las cuentas de las entidades de interés público, entre las que se encuentran las compañías cotizadas en el MAB. El auditor deberá emitir un informe de la comisión de auditoría.
- **Asesores registrados:** deberán estar sujetos a la supervisión de la CNMV, Banco de España, ICAC o bien aportar informes complementarios. No podrán ejercer como asesores las entidades sancionadas o inhabilitadas por la CNMV. Además se les exigirá pruebas objetivas de su experiencia en operaciones corporativas y mercados de capitales, así como los requisitos de su independencia de las empresas asesoradas. El nuevo reglamento del MAB hace hincapié en que los asesores registrados que hayan sido sancionados o inhabilitados por la CNMV no podrán ejercer.

Además de todo el esquema regulatorio, el contexto de crisis económica y financiera de los últimos años, especialmente profundo en España y la arraigada bancarización de las empresas cuando precisan financiación, sin duda han sido factores adversos para las expectativas del MAB de convertirse rápidamente en un potente instrumento de financiación y de posicionamiento para las empresas medianas en expansión.

Pero admitiendo todos los aspectos mejorables tanto del funcionamiento del mercado como de las compañías en particular, hay numerosas variables que nos indican que en un contexto financiero más «amigable» el MAB puede convertirse en una alternativa real de financiación.

Desde su creación han debutado en el MAB 37 compañías, de las cuales 6 ya no operan en el mismo (3 excluidas y 3

Gráfico 2. Financiación obtenida por las empresas a 31/12/15.



Fuente MABIA. (4)

suspendidas de cotización). El conjunto de compañías han conseguido, en este periodo, financiación por un importe de 394 millones de euros en un total de 77 operaciones, lo que nos arroja una media de unos 5 millones de euros cada vez que una empresa acude al mercado.

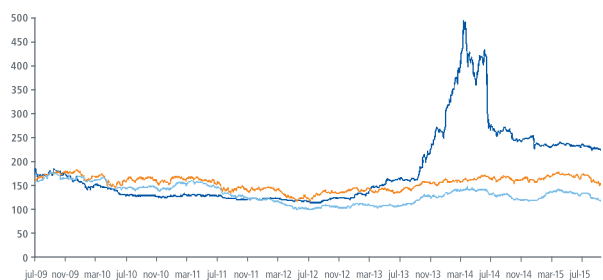
Un dato muy significativo es que prácticamente el 70% de la financiación conseguida por las empresas se obtiene una vez ya están en el mercado mediante ampliaciones de capital. El MAB funciona así como una ventana recurrente de financiación para sostener las distintas fases de expansión de las cotizadas. Las empresas que quieran cotizar en el MAB deben entender que el debut en el parqué no es la línea de meta, sino el punto de partida de una nueva etapa. En la salida, pues, conviene ser prudente en las proyecciones de futuro y en la valoración, para ganarse la confianza del inversor progresivamente.

En comparación con los recursos captados en 2015 en la bolsa española que sumó 29.681 millones de euros en ampliaciones de capital (5), el MAB sigue siendo un mercado con un peso muy pequeño. Una sola operación de una compañía del IBEX35 puede multiplicar por varias veces lo que el conjunto del Mercado Alternativo puede captar en unos cuantos años. Las dimensiones entre las compañías de un mercado u otro son totalmente distintas y por eso los referentes hay que buscarlos en otros mercados alternativos de nuestro entorno como comentaremos en capítulos posteriores

En cuanto a rentabilidad agregada del MAB en estos años, hay que tener presente que existe poca correlación respecto la bolsa tradicional. Realizando una comparativa del índice MABIA con el IBEX 35 y el IBEX Small Caps, se observa que a pesar de tener un comportamiento más volátil desde su creación y a partir del índice que mide el MAB creado por MABIA, la rentabilidad obtenida por el conjunto de las cotizadas del alternativo supera claramente a sus dos referentes, acumulando en estos años un 70% de revalorización.

En este sentido, un ejercicio interesante es comparar la

Gráfico 3. Evolución índice Mabilia comprado con Ibex 35 e Ibex Small Cap.



Fuente MABIA (5)

desviación típica del MAB, con el IBEX 35 y el IBEX Small Caps desde la creación del mercado alternativo hasta finales de 2015.

La desviación típica es una medida del grado de dispersión de los datos con respecto al valor promedio. La desviación típica o estándar puede ser interpretada como una medida de incertidumbre y efectivamente la serie histórica de julio 2009 - diciembre de 2015 demuestra que el MAB presenta una

Tabla 1. Desviación típica y promedio de la serie histórica 07-2009 a 12-2015 del MAB, IBEX 35 e IBEX SMALL CAPS.

	MAB	IBEX35	IBEX SC
Desviación típica	75,91	14,12	19,20
Promedio	28,53	0,69	-22,35

Fuente MABIA (6)

desviación típica mucho más alta que los dos IBEX. Una vez más mayor rentabilidad, pero mayor riesgo e incertidumbre.

Hay que tener presente que pocas compañías del MAB ofrecen dividendos y en cambio lo hacen la mayoría del Ibex35 (en 2015 el *Dividend Yield* del Ibex 35 fue del 4,7% (7)), con lo que la diferencia de rentabilidad entre los dos índices es menor, pero aun así el MAB sigue siendo atractivo en términos de valor total obtenido por el accionista.

El índice elaborado por MABIA es una media de los valores que componen el MAB con el objetivo de resumir el comportamiento de los diferentes valores que cotizan en él en un único dato, para que sirva de referencia para determinar el estado del MAB. Esta media se calcula teniendo en cuenta la capitalización bursátil de cada valor, por lo que técnicamente es un índice de precios ponderado, al igual que el IBEX-35. Se calcula a partir del 16 de julio de 2009, fecha de inicio del MAB, siendo 100 el precio base.

Si realizamos una aproximación individual, el 50% de las

Tabla 2. Rentabilidad índice Mabilia comprado con Ibex 35 e Ibex Small Cap.

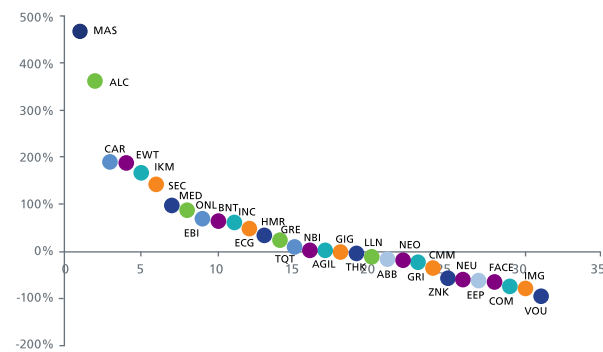
Rentabilidad Total Acumulada de 16/07/2009 a 31/12/15	
Índice MABIA	70,27%
Índice IBEX Small Cap	-29,66%
Índice IBEX 35	-4,54%

Fuente MABIA (8)

compañías que cotizan hoy en el MAB presentan rentabilidades positivas desde su debut. La diferencia con el mercado tradicional es que cuando las compañías ganan, lo hacen a unos dígitos exponenciales y cuando pierden, también. Lógico en un mercado de empresas en expansión, con una alta potencialidad de crecimiento pero un mayor riesgo.

En este mercado pues, resulta fundamental separar el grano de la paja y realizar un buen *picking*. El hándicap es que incluso cuando detectamos una buena inversión, a menudo el bajo *free float* aumenta aún más la poca liquidez de las compañías del MAB que complican a menudo que esta inversión llegue a buen puerto.

Gráfico 4. Rentabilidad positiva compañías MAB desde su debut a 31/12/2015.



Fuente MABIA (9) El eje de ordenadas recoge el porcentaje de revalorización y el eje de abscisas el número de empresas.

Como se puede observar en el gráfico anterior las compañías que llevan de 2 a 4 años en el mercado obtienen rentabilidades muy superiores a las que se pueden encontrar por ejemplo en el Ibex 35. Cotizadas como Masmovil (+450%), Altia (+350%), Carbures (+200%) y Euron (+200%) son un buen ejemplo. Incluso Carbures, la compañía gaditana especializada en la fibra de carbono, a pesar de sufrir grandes caídas en 2015, cotiza en números muy superiores a los que tenía cuando debutó en el MAB. Por el contrario, compañías como Imaginarium (-84%), Vousse (-99%) o Zinkia (-64%) han perdido prácticamente todo su valor.

2. Perfil de los inversores del MAB

En primer lugar debe destacarse que el MAB es un mercado de valores accesible a cualquier perfil de inversor, particular o institucional, pero deben tenerse en cuenta unas «reglas» básicas si se quiere entrar en este mercado.

En segundo lugar y especialmente importante para los inversores particulares, debe tenerse en cuenta que el MAB es un mercado con poco seguimiento de los analistas financieros. No hay mucho *research* de las empresas cotizadas y a menudo la empresa es la única que ofrece información sobre sí misma. Y como es lógico siempre con un sesgo subjetivo que el inversor debe filtrar.

Por otro lado la mayoría de compañías cotizan en el sistema de *fixing*, es decir en una subasta que tiene lugar a las 12.00 y a las 16.00 horas de cada sesión. Esto conlleva que el inversor no puede ver las órdenes de venta y de compra que se observan en las transacciones a mercado abierto. Sin embargo debe enviar su propuesta y en la subasta se cruzará con las distintas órdenes de compra y venta, lo que dará como resultado la adjudicación o no de las acciones y su precio. Este sistema sumado con la poca liquidez que mueven algunos valores del mercado hace que a menudo resulte poco atractivo para el inversor particular entrar en el mercado, pero también para algunos fondos institucionales.

En este sentido el perfil idóneo de un inversor que quiera operar en el MAB, sería la persona/institución capaz de realizar un i) análisis previo en profundidad del Documento de Incorporación al Mercado de la compañía (DIM) a partir del cual debería entender el modelo de negocio y evaluar los potenciales riesgos; ii) conocer al equipo gestor que lidera el proyecto, importantísimo en esta etapa de expansión de la compañía, y si es posible asistir a alguna de sus presentaciones y conocerlo de primera mano; iii) tener en cuenta que la inversión debe enfocarse a medio/largo plazo dado que los resultados de los proyectos del MAB necesitan varios años para consolidarse.

No debería plantearse la inversión en términos de trading

Tabla 3. Volumen negociado en millones de euros por las empresas del MAB en 2015 (sin debutantes)

CARBURES	216.336.000	EUROCONSULT	4.079.000
MASMOVIL	80.195.000	VOUSSE	3.258.000
NEURON BIO	34.621.000	IMAGINARIUM	2.909.000
EURONA	26.234.000	ONLY APARTMENT	2.792.000
EBIOS	24.378.000	MEDCOMTECH	2.741.000
MEDIA	20.795.048	FACEPHI	2.321.000
BIONATURIS	11.957.000	AB-BIOTICS	1.954.000
INKEMIA	6.401.000	EUROESPES	933.000
ALTIA	4.997.000	SECUOYA	522.000
CATENON	4.923.000	GRIÑO	167.000
HOME MEAL	4.888.000	COMMCENTER	90.000

Fuente MABIA (10)

ni estar pendiente cada día de la cotización, sino del avance real del proyecto.

Como los deberes anteriores no están al alcance de todos los inversores que puedan encontrar atractivo el Alternativo, ya sea por tiempo y/o por capacidad, una buena manera de invertir es a través de vehículos de inversión especializados en estos mercados. En España han empezado a surgir iniciativas en este sentido y desde hace unos meses ya opera la primera SICAV, específicamente dirigida a invertir en el MAB (Global Stock *Picking* SICAV (11). En la medida en que el mercado gane masa crítica, será factible que se creen más SICAVS e incluso fondos de inversión especializados en mercados alternativos. Se trata de un vehículo que agrupa a inversores minoristas.

Desde el 2012 ya existe el Fondo de Inversión especializado en el MAB del Institut Català de Finances (Capital MAB), que es la única iniciativa a nivel español en este sentido. Dicho Fondo invierte en compañías catalanas en su salida al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) u otros mercados alternativos bursátiles, con una aportación máxima de 1 millón de euros. En la actualidad este Fondo de Inversión cuenta con 4 participadas en el MAB y una en el Mercado Continuo.

A nivel público no existe ningún vehículo estatal parecido y sólo se puede contar con los préstamos que ENISA otorga a las empresas debutantes, para financiar parte de los costes de admisión en los que incurren y que pueden llegar a un máximo de 1,5 millones de euros.

3. Comparativa con otros mercados alternativos (AIM, Alternext)

El Mercado Alternativo Bursátil tiene como grandes referentes a sus vecinos ingleses y franceses. Sin duda, el El Alternative Investment Market (AIM) es el modelo en que muchos de los mercados alternativos quieren reflejarse. Aunque la realidad es que las principales magnitudes del alternativo inglés parecen fuera del alcance del MAB, y en cambio el *Alternext* francés presenta unas figuras que quizá se podrían conseguir en unos pocos años. Veamos los principales datos comparativos de estos mercados.

Como se puede observar en la tabla anterior las diferencias con el AIM inglés son abismales en todas sus magnitudes. No se trata sólo de que el alternativo de Londres tenga ya 20 años de trayectoria, que también, sino que claramente su ecosistema financiero y fiscal ha permitido desarrollar este mercado de forma exponencial, con un impacto alrededor del 4% en la economía británica. Desde 1995 el AIM ha visto el debut de más de 3.600 compañías que han conseguido cerca de 95.000 millones de libras esterlinas de financiación.

El *Alternext* francés, que incluye también la bolsa alternativa de Lisboa, Bruselas y Ámsterdam, supone un

Tabla 4. Comparativa MAB/AIM/Alternext.

2015	AIM(1)	ALTERNEXT	MAB
Fundado	1995	2005	2009
Compañías	1.044	200	34
Capitalización	73.077	13.456	1.812
Media capitalización (millones)	70	67	53
Compañías listadas en 2015	61	20	9
Capital captado 2015 (2)	5.463	491 (3)	106
Volumen negociado 2015	30.885	5.828	445

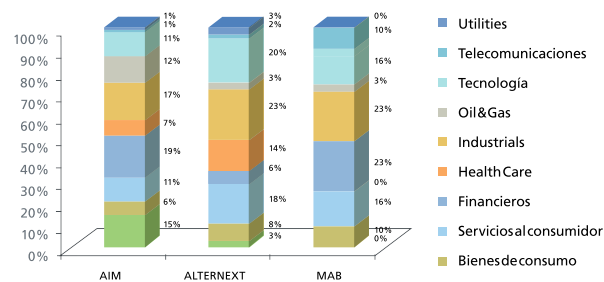
(1) En GBP (1 GBP equivalente a 0,77 euros a 04/03/2016)

(2) Incluye ampliaciones en el mercado

(3) Hasta septiembre 2015

Fuente: MAB/AIM y Euronext (12)

Gráfico 5. Comparativa MAB/AIM/Alternext por sectores.



Fuente MAB/AIM y Euronext (13)

referente más cercano y plausible para el MAB. Con 10 años de historia ha conseguido consolidar un mercado de 200 compañías (su máximo histórico), con un valor de más de 13.000 millones de euros. El alternativo francés quintuplica la financiación captada por las empresas del MAB.

Adicionalmente el AIM inglés ha sido un polo de atracción de compañías extranjeras, que en 2015 alcanzaron el 19% del total de las cotizadas en este mercado (12). En el caso del Alternext francés este porcentaje se situaba en el 5% a finales del ejercicio 2015 (12). En el MAB la única compañía con sede fuera de España es Ebioss, que se fundó en Bulgaria, aunque sus fundadores y el equipo directivo son todos españoles.

El MAB presenta una capitalización media por compañía de 53 millones de euros, debido a que, aunque suspendida de cotización, Gowex aún computa en las estadísticas con un valor de 572 millones de euros. Si obviamos esta empresa en el cálculo el MAB presenta una capitalización media alrededor de los 40 millones de euros.

Si analizamos los sectores representados en los tres mercados alternativos, observaremos diferencias significativas que nos indican tanto el grado de madurez y profundidad de cada mercado, como el perfil de cada país en términos económicos.

Hay que realizar dos consideraciones previas al respecto. En primer lugar el escaso número de empresas del MAB limita el alcance de la comparación por el momento y se podrán extraer datos más fehacientes una vez el mercado disponga de un mayor número de empresas listadas. En segundo lugar, la calificación que utiliza cada regulador es distinta y previamente se ha realizado un trabajo para homogeneizar la nomenclatura, por lo que la tabla siguiente debe tomarse como una aproximación que nos ayuda a entender el perfil de los mercados, no como una estadística cerrada.

Podemos observar como en el AIM inglés los tres sectores más representados por número de empresas son el financiero, el industrial y el de materiales básicos, siendo también muy importante el sector del Oil&Gas (que incluye

también energías renovables). En el Alternext francés la industria encabeza la clasificación, seguida de la tecnología y los servicios al consumidor. Aquí el sector del Oil&Gas es muy residual y en cambio cobran especial importancia las empresas del sector salud. Por último en el MAB, son justamente las empresas *healthcare* las que tienen mayor representatividad, emparejadas con la industria y seguidas por la tecnología y los servicios al consumidor.

En una primera aproximación se podría afirmar que el AIM se caracteriza por un fuerte peso de la economía financiera y de empresas de la industria química, papel, siderurgia... Por el contrario tanto el mercado francés como el español presentan un perfil más cercano a la industria «ligera» y la nueva economía representada tanto en el ámbito de la salud como de las nuevas tecnologías. El sector financiero, tan importante en una plaza como Londres, prácticamente no tiene representatividad en París y menos en el MAB, donde a día de hoy no cotiza ninguna empresa del sector financiero tradicional o de *fintech*.

4. Fiscalidad del MAB, como la política puede potenciar de verdad un mercado alternativo. Comparativa con el AIM inglés.

Los incentivos fiscales son una herramienta de indudable valor para potenciar un mercado alternativo. En el caso del MAB queda mucho recorrido en esta materia. Actualmente sólo existen incentivos fiscales para los inversores que adquieran acciones del alternativo en cinco comunidades autónomas: Aragón, Cataluña, Galicia, Madrid y Murcia. Todas ellas están enfocadas a inversiones en empresas que tengan su domicilio social y fiscal en la comunidad autónoma que ofrece el incentivo y que esta sea la misma donde reside el inversor.

En la mayoría de casos se trata de un incentivo de un 20% sobre las cantidades invertidas en el ejercicio, en ampliaciones de capital de empresas del MAB con un límite de deducción de 10.000 € en el tramo autonómico.

Obviamente este sistema limita mucho su eficacia y aplicabilidad, al imponer que el target de inversión fiscalmente interesante sólo esté en la comunidad donde reside el inversor.

En definitiva y pese a las reiteradas demandas del MAB, de la comunidad inversora y de las empresas que cotizan en el mercado no existe ningún tipo de incentivo fiscal a nivel estatal, lo que representaría la auténtica herramienta que podría contribuir a desarrollar el mercado a mayor velocidad. La experiencia en otros países nos demuestra que así es.

Analicemos las ventajas fiscales del AIM inglés. El sistema más utilizado es el Enterprise Investment Scheme (EIS) para compañías medianas y el Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) para start ups (14).

De forma muy sintetizada, el EIS consiste en una deducción del 30% del importe invertido en compañías medianas y pequeñas que puedan cotizar en el AIM, manteniendo esa inversión al menos durante 3 años. No hay un importe mínimo exigido y sí un máximo de 1 millón de libras esterlinas para inversores no cualificados y de 5 millones para los cualificados.

Al no existir ningún límite de la deducción (el 30% es puro) y ninguna barrera territorial, a excepción que la compañía esté ubicada en el Reino Unido, cualquier inversión que se haga lleva bajo el brazo una ganancia fiscal del 30%, que puede llegar al 50% en el caso de que la empresa en la que se invierte sea una *start up* y cumpla los requisitos del programa SEIS.

De esta manera un inversor que invierta 100 mil euros en una empresa del MAB, sólo podría deducirse un 10% al ser el límite máximo de 10.000 € y hacerlo en una empresa de su comunidad autónoma con lo que el portfolio de empresas susceptibles de ser invertidas baja mucho. En el AIM el mismo inversor no tendría ninguna limitación territorial dentro del Reino Unido y obtendría una ganancia fiscal 3 veces mayor que la del inversor del MAB. Si la inversión fuese de 200.000 mil euros el inversor del AIM multiplicaría por 6 la ganancia del MAB, y así sucesivamente.

La filosofía del gobierno británico, propia de la cultura anglosajona, es que prefieren subvencionar a las personas que destinen parte de su ahorro a financiar empresas en expansión con alta potencialidad y alto riesgo a la vez, que subvencionar directamente los proyectos de innovación y crecimiento de miles de empresas. De esta manera se ahorran toda la infraestructura necesaria para la evaluación y control de los proyectos y trasladan esta tarea al conjunto de la población que invierte en estas compañías. De momento no les ha ido nada mal.

Adicionalmente los inversores no pagan plusvalías en la liquidación del IRPF inglés cuando venden acciones de una empresa del AIM y con ese dinero compran títulos de otra

compañía de este mercado. Igual que en las inversiones, a través de fondos de inversión, las plusvalías se van difiriendo hasta que se decide reembolsar el dinero y salir del mercado.

5. Fortalezas y debilidades del MAB.

Estos seis años han demostrado que el Mercado Alternativo Bursátil que conocemos hoy es tan necesario como insuficiente. Se han sentado las bases de un sistema alternativo de financiación, pero se corre el riesgo de quedarse como una buena iniciativa que en su ejecución no cambie significativamente la vía de financiación de las empresas en España.

La excesiva bancarización de la economía española supone al mismo tiempo un reto y una dificultad para el MAB. Es sin duda un reto mayúsculo, puesto que se estima que cerca del 80% de la financiación de las empresas españolas proviene del sistema bancario (14). Es lo que se ha venido llamando, «la bancarización de la economía», teniendo en cuenta que el 98% de las empresas son pequeñas y medianas, se trata de un binomio que sienta una desventaja competitiva estructural para este tipo de compañías.

En Estados Unidos la bancarización sólo llega a un ratio del 20% y en países como Alemania, Francia y el Reino Unido esta se mueve alrededor del 50%. En este sentido, conseguir rebajar la bancarización de la economía española en un 10-15% en los próximos años, nos situaría a un nivel similar a nuestros vecinos de la UE, reforzaría los balances de las medianas empresas y rebajaría el coste de financiación de sus proyectos contribuyendo a mejorar los márgenes y rendimiento del accionista.

La dificultad, pero no es sólo de carácter técnico u económico, sino a menudo cultural. Para el propietario de una mediana o pequeña empresa, «lo normal» es acudir a su banco para obtener financiación, ya se trate de circulante o proyectos de expansión a largo/medio plazo.

La búsqueda de financiación alternativa que pase de alguna manera por incorporar nuevos socios (mercados de capital, capital riesgo, Crowdfunding...) suele estar habitualmente a la cola de las preferencias de muchos empresarios. La cultura de tener la mayoría del capital y no abrirse a nuevos socios, está muy arraigada en la sociedad española. En el caso del MAB, la bancarización es a la vez una debilidad y una oportunidad para las empresas.

Como factor de debilidad se sitúa también el bajo *free float* medio de las compañías del MAB, en comparación sobre todo con las empresas del Ibex35, ya que muchas de las empresas del continuo que se incluyen en el Ibex small cap presentan una situación parecida a la del alternativo español.

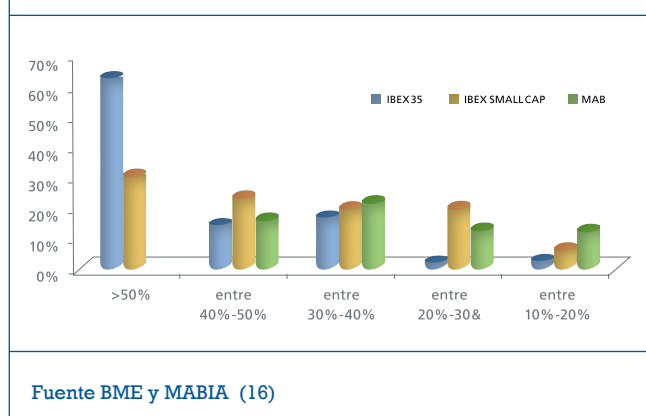
Como se puede observar en la tabla anterior un 94% de las compañías del IBEX 35 tiene más de un 30% de *free float*.

Tabla 5. DAFO MAB.

DEBILIDADES	AMENAZAS
Cultura de la bancarización	El entorno bajo de los tipos de interés favorece la financiación bancaria.
Sin doping fiscal	Las compañías salen directamente en otros mercados alternativos UE/USA.
Desconocimiento por parte empresarios/inversores	Entorno político inestable.
Bajo free float y poca liquidez	Escasa cultura empresarial de financiación alternativa.
Poca transparencia	
FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
Experiencia de la crisis del MAB 2014 refuerza la regulación	Mucho recorrido en financiación vía mercados
Progresiva implantación gobierno corporativo	Buen instrumento para financiar la nueva economía
Binomio rentabilidad/riesgo superior a bolsa tradicional	El MAB ofrece posibilidad de invertir en sectores que no se encuentran en la bolsa tradicional
	Escaparate para desinversiones de VC en compañías en expansión.

Fuente elaboración propia y artículos y publicaciones del MAB (15)

Gráfico 6. Comparativa free float IBEX35/Small Cap y MAB.



En el caso de las cotizadas del MAB y del IBEX small cap sólo alcanzan este registro un 74% y un 73% respectivamente. Más significativo es que cerca de un 13% de las compañías del MAB no supera el 20% de *free float*. Hay que tener en cuenta además que una parte substancial de lo que se considera *free float* en muchas compañías del MAB sigue estando en manos del equipo directivo o del equipo fundador y tiene un comportamiento mucho menos líquido.

Aunque el porcentaje de *free float* puede ser similar entre las compañías del MAB y las que componen el IBEX SMALL CAPS, hay que tener en cuenta que el volumen negociado es absolutamente mayor en IBEX SMALL CAPS, dada la mayor dimensión de sus empresas y el volumen negociado (en 2015 capitalizaron 12.496 millones de euros y negociaron un volumen de 6.617 millones) (17).

Por otro lado, además de la poca liquidez que tienen las empresas del MAB, uno de los mayores hándicaps como se ha comentado en el capítulo anterior es la ausencia de una política fiscal que empuje el desarrollo del mercado. Hablando claro, sin *doping* fiscal, es muy difícil potenciar un mercado de estas características y hacerlo atractivo respecto a los mercados vecinos.

El caso del AIM y el *Alternext* francés son ejemplos contundentes de cómo fomentar el uso de la financiación no bancaria a través de incentivos fiscales para los inversores. Ya sea por presiones del lobby bancario, o por la cultura económica del país, lo cierto es que ningún gobierno ha tenido como prioridad de su política fiscal fomentar sistemas transversales de financiación de empresas en expansión. Tampoco ninguno de los partidos políticos que concurren a las últimas elecciones generales, tenían en sus programas electorales una apuesta clara por incentivar fiscalmente el MAB.

Otro de los retos pendientes, es conseguir una mayor difusión del mercado entre la comunidad inversora y también entre las Pymes españolas. Desde organizaciones como la Asociación de Empresas del MAB (AEMAB) (18) se indica de forma recurrente que cerca del 50% de los empresarios desconoce la existencia del MAB o, al menos, no entiende realmente en qué consiste. En este sentido se requiere un mayor esfuerzo por parte del regulador y los distintos agentes que participan en él, para fomentar la difusión y el conocimiento sobre el Mercado Alternativo Bursátil.

Por último, aunque hay que reconocer el importante esfuerzo realizado por muchas compañías, la falta de transparencia y uniformidad en relación a la información que ofrecen las cotizadas continúa siendo un capítulo a mejorar. A menudo las compañías usan las comunicaciones de hechos relevantes, como una herramienta de márketing más que difusión de información. Aunque la normativa interna del MAB regula qué información debe darse y cómo debe catalogarse (capítulo 3.4 de la Guía de buenas prácticas para entidades emisoras del MAB), lo cierto es que en la práctica hay mucha disparidad en el fondo y en la forma de los hechos relevantes.

De esta manera, hay compañías que casi no ofrecen

información aunque se firmen contratos con relevancia comercial, científica o financiera y otras que publican (publicitan) la posibilidad no concreta de la firma de una carta de intenciones no vinculante sobre un contrato.

Se añade a este capítulo la necesidad de homogeneizar la información financiera semestral que presentan las compañías. Más allá del informe de auditoría de las cuentas anuales, que es un modelo normalizado idéntico para todas las cotizadas, lo que se echa de menos es que los informes de gestión, donde se detalla analíticamente el comportamiento del negocio de la sociedad y los principales hitos del año, hay una absoluta disparidad de criterios y de conceptos que no contribuyen a dar fiabilidad al inversor. Como ejemplo, en la última presentación de resultados anuales de las compañías del MAB es posible encontrar hasta 5 tipos diferentes de EBITDA, en función de los parámetros que cada sociedad considera oportunos.

6. Perspectivas de futuro

¿Qué perspectivas a medio/largo plazo podemos considerar para el MAB? Según un estudio de la patronal de empresas del MAB, AEMAB (18) se estima que en 2030, cerca de 500 compañías podrían estar cotizando en el mercado. Aparte que las proyecciones a 15 años suelen ser un brindis al sol, hablar ahora de centenares de empresas en el MAB es un ejercicio más de difusión y de generar optimismo que de realismo.

Como se ha comentado en el capítulo anterior, sin una fiscalidad que apoye al mercado y a sus inversores, y por el momento sin casos de éxito, entendiendo por tales, empresas que hayan pasado del MAB al Mercado Continuo u otros mercados internacionales, resultará complejo no sólo llegar a la cifra estimada por AEMAB, si no nos acercarnos a los baremos, por ejemplo, del *Alternext* francés (200 compañías).

A dos años vista, parece posible repetir anualmente el ritmo de salidas al mercado que se alcanzó en 2015, situándose en unas 10 por año.

El complejo momento de la coyuntura económica y en particular de los mercados bursátiles, sumado a que los procesos de admisión suelen durar bastante más de los 6 meses que se estiman en la teórica, dificulta el ritmo de admisiones exponencial como algunos desearían.

Posiblemente lo más importante ahora mismo para el MAB no es el «cuánto» ni el «cuándo» sino el «qué». La incorporación de empresas en el MAB crecerá en la medida en que entren en el mercado buenos proyectos y que estos tengan un recorrido exitoso como cotizadas.

Es cierto que *Alternext* consiguió superar la barrera de las 100 cotizadas en sólo 3 años desde que entró en funcionamiento. Pero a partir de 2009 y ya en plena crisis

económica la media anual de debuts en el parqué ha sido de unas 11 compañías. Por ejemplo en 2015, el alternativo francés incorporó a 20 nuevas compañías, pero en el mismo año otras 11 lo abandonaron, es decir un hubo un saldo neto de 9 cotizadas.

Se necesitan buenos proyectos que reporten rentabilidad y sobretodo confianza al inversor. A falta del incentivo fiscal, es preciso que exista la confianza en que el MAB puede ser un mercado donde se encuentren empresas/proyectos difíciles de localizar en mercados tradicionales ya sea por el tipo de sector en que se ubican, o por el grado de madurez de la empresa. Proyectos que conlleven un gran riesgo, pero que en términos de rentabilidad/riesgo superen al Mercado Continuo y al IBEX-35.

En el ámbito regulatorio, el nuevo reglamento del MAB y las 11 circulares que lo acompañan, desarrollados bajo el paraguas de las recientes reformas de la Ley de Auditoría (Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas), Ley de Financiación Empresarial (Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial) y el nuevo Código de Buen Gobierno de sociedades cotizadas aprobado por la CNMV el 18 de febrero de 2015, deben ser las herramientas que doten a las empresas cotizadas de un marco regulatorio que garantice la rigurosidad en el control y la supervisión de las cuentas de las empresas y el fomento de las buenas prácticas corporativas.

Muchas de las compañías del MAB ya se han adaptado a la nueva normativa conscientes de que deben dar este paso ya sea por obligación legal o porque lo exige el mercado.

Bibliografía y Pies de página

1. MABIA. Análisis de empresas. www.mabia.es diciembre 2015.

2. Reglamento General del Mercado Alternativo Bursátil. https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_1.pdf 10/02/2016

3. Circular 1/2016: requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión al mercado alternativo bursátil de acciones emitidas por sociedades de inversión de capital variable. https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_2.pdf 10/02/2016.

Circular 2/2016: información relativa a las sociedades de inversión de capital variable con acciones incorporadas a negociación en el mercado alternativo bursátil.

https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_3.pdf 10/02/2016.

Circular 3/2016: régimen aplicable a las entidades de capital riesgo cuyos valores negociables se incorporen al mercado alternativo bursátil.

https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_4.pdf 10/02/2016.

Circular 4/2016: régimen aplicable a las instituciones de inversión colectiva (iic) de inversión libre y a las iic de inversión libre cuyos valores se incorporen al mercado alternativo bursátil. https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_5.pdf 10/02/2016.

Circular 5/2016: normas de contratación de acciones de sociedades de inversión de capital variable, valores emitidos por entidades de capital riesgo (ecr) y valores emitidos por instituciones de inversión colectiva (iic) de inversión libre e iic de inversión libre a través del mercado alternativo bursátil.

https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_6.pdf. 10/02/2016.

Circular 6/2016: 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). https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_7.pdf 10/02/2016.

Circular 7/2016: información a suministrar por empresas en expansión y socimi incorporadas a negociación en el mercado alternativo bursátil. https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_8.pdf 10/02/2016.

Circular 8/2016: asesor registrado en el mercado alternativo bursátil. https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_9.pdf 10/02/2016.

Circular 9/2016: requisitos y procedimientos aplicables a los aumentos de capital de entidades cuyas acciones estén incorporadas a negociación al mercado alternativo bursátil. https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_10.pdf 10/02/2016.

Circular 10/2016: régimen aplicable al proveedor de liquidez en el mercado alternativo bursátil.

https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_11.pdf 10/02/2016.

Circular 11/2016: procedimientos de supervisión del mercado alternativo bursátil.

https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Avisos/2016/02/MAB_Aviso_20160210_12.pdf 10/02/2016

4. MABIA. Análisis de empresas. www.mabia.es diciembre 2015.

5. Bolsas y Mercados Españoles. Informe de mercado 2015. <https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2015/InformeMercado2015.pdf>

6. MABIA. Índice Mabilia. www.mabia.es diciembre 2015.

7. Bolsas y Mercados Españoles. Informe de mercado 2015. <https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2015/InformeMercado2015.pdf>

8. MABIA. Índice Mabilia. www.mabia.es diciembre 2015.

9. MABIA. Análisis de empresas. www.mabia.es diciembre 2015.

10. MABIA. Análisis de empresas. www.mabia.es diciembre 2015.

11. Global Stock Picking SICAV. <http://gesiuris.com/sicav/global-stock-picking-sicav-s-a/> 10/07/2015

12. London Stock ExCange. AIM statistics. Report 2015 <http://www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/aim.htm>

Euronext Yearly statistics. Report 2015 https://www.euronext.com/en/reports-statistics/cash/yearly-statistics?archive=this_year

13. Serrano, Guillermo (Sarum Capital), "AIM London Stock Exchange", Madrid, mayo 2015

Kalinowski, Axel (Manager Capital Markets London Stock Exchange Group). "AIM, Celebrating 20 Years of Success", noviembre 2015.

14. Ontiveros, Emilio y Berges Ángel, "Financiación de la economía. Bancarización frente a mercados". Mayo 2014 <http://www.afi.es/EO/notaprensa20140529a.pdf>

15. Mercado Alternativo Bursátil. Artículos y publicaciones. <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/Publicaciones.aspx>

16. Bolsas y Mercados Españoles. Informe mensual enero 2016.

17. Bolsas y Mercados Españoles. Informe de mercado 2015. <https://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/infmercado/2015/InformeMercado2015.pdf>

18. Asociación de Empresas del MAB (AEMAB), Nota de prensa julio 2015 "AEMAB estima que el Mercado Alternativo acogerá a más de 500 pymes en un plazo de 15 años"

Agradecimientos:

Quiero agradecer el apoyo del equipo de Mabilia e IMB Grup, indispensable para cualquier estudio que haya que realizar.

Sobre el autor:

Jordi Rovira. Economista y fundador de Mabilia. Cuenta con 20 años de experiencia en el área de consultoría y análisis económico-financiero.

Otras publicaciones ODF

Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth
Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets' odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M ^a Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Educación Financiera: ¿un verdadero estímulo para la economía?	Aleix Soler Carreras
Sep	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulizaciones en Europa	Rosa Gómez Churruga Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
sept	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
may	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
abr	2013	DT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿Ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEFF)	Ignacio Fernández
mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon Lina Salou
dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M ^a Ángeles Fernández Izquierdo
dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorraín Olga del Orden

oct	2011	NT	De la heterodoxia monetaria a la heredoxia fiscal	Sergi Martrat
jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
may	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas Marcelo Leporati
nov	2010	NT	Cuando las ventajas de los TIPS son superadas por las desventajas: el caso argentino	M Belén Guercio
oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquín Pascual Cañero
feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M Elisa Escolà Juan Carlos Giménez
feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
ene	2010	NT	La morosidad de bancos y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda

M: Monográfico

DT: Documento de Trabajo

NT: Nota Técnica

L: Libro