



ANÁLISIS DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB)

Realizado por:

Feijoo Rodiño, Adrián
Fernández Juan, Marcos
Gómez Rodríguez, Daniel
Pérez Juanes, Fernando



CUNEF
COLEGIO UNIVERSITARIO DE
ESTUDIOS FINANCIEROS

FINANCIAL [THINKING]

Índice

1. INTRODUCCIÓN.....	4
2. INTRODUCCIÓN AL MAB Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA.....	6
2.1 DEFINICIÓN DEL MAB	6
2.2 HISTORIA DEL MAB. ORIGEN, MOTIVO E HITOS.	6
3. CARACTERÍSTICAS DEL MAB.....	11
3.1 - SEGMENTOS.....	11
3.1.1 SOCIMIS.....	12
3.1.1.1 Requisitos formales	12
3.1.1.2 Requisitos contables.....	12
3.1.1.3 Información inicial.....	12
3.1.1.4 Designación de asesor registrado y proveedor de liquidez	12
3.1.1.5 Requisitos de difusión.....	13
3.1.1.6 Valoración por experto independiente.....	13
3.1.2 SICAVS.....	14
3.1.3 ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO (ECR).....	15
3.1.4 EMPRESAS EN EXPANSIÓN.....	16
3.1.5 SOCIEDADES DE INVERSIÓN LIBRE (SIL).....	18
3.2. REQUISITOS DEL MAB.....	20
3.2.1 Transparencia.....	20
3.2.2 Información	21
3.2.3 Asesor Registrado y Proveedor de Liquidez.....	21
4. ESTRUCTURA DE MERCADO.....	22
4.1 ASESOR REGISTRADO.....	22
4.2 PROVEEDOR DE LIQUIDEZ	22
4.3 SUPERVISIÓN DEL MAB.....	24
5. RIESGOS.....	26
6. INDICES EXISTENTES CREADOS HASTA EL MOMENTO.	27
7. FISCALIDAD DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL.....	28
8. COMPARATIVA DE LA FISCALIDAD INTERNACIONAL.	32
8.1 AIM LONDON	33
8.2 AIM ITALIA	34
8.3 EURONEXT GROWTH.	36
9. COMPARATIVA INTERNACIONAL.	37
9.1 AIM LONDON	38
9.2 AIM ITALIA.....	40
9.3 EURONEXT GROWTH.	42
9.4 COMPARATIVA.	44
10. EVOLUCIÓN HISTORICA DEL MAB: INDICES DEL MERCADO	46
10.1 MAB 10 PONDERADO POR CAPITALIZACIÓN	47
10.2 MAB 10 EQUIPONDERADO	51

11. CONSTRUCCION DE INDICE SMART BETA 20	59
12. CREACIÓN DE CARTERA EFICIENTE DEL MERCADO ESPAÑOL.....	68
13. CONCLUSIONES DEL ESTUDIO.	71
14. BIBLIOGRAFÍA.	75

1. Introducción

A lo largo de los últimos 30 años se ha visto como el mundo de las finanzas ha evolucionado y se ha transformado cada vez más y más rápido. Es en estas tres pasadas décadas cuando han surgido en diversas geografías los conocidos como mercados alternativos. En primer un primer momento surgieron a finales de la década de 1980 los conocidos como "Nuevos Mercados" que no consiguieron consolidarse. A mediados de la década de 1990 algunos de estos nuevos mercados se reconvirtieron y otros nuevos surgieron siendo ese el origen de los actuales Mercados Alternativos.

El objetivo de estos mercados alternativos ha sido el de ofrecer alternativas a la financiación bancaria mediante el acceso directo al mercado de capitales a empresas que no podrían acceder a los mercados de capital tradicionales como una forma de diversificar sus fuentes de financiación y ayudar a estas compañías a crear valor para sus accionistas, trabajadores y la sociedad donde desarrollan su actividad económica. Este proceso solo se entiende en el contexto histórico de la potente ola de globalización impulsada con el final de la Guerra Fría y el auge y expansión de las nuevas tecnologías como Internet. Esta globalización ha supuesto también la mundialización y expansión de los mercados de capitales haciendo que estos estén cada vez más relacionados e integrados entre sí.

España no ha quedado exenta de este proceso. La integración de la economía española en un entorno global y cambiante ha supuesto enormes retos para sus empresas y por extensión para el conjunto de su cuerpo social. En sintonía con el tempo histórico también ha surgido en España la figura del mercado alternativo con el mismo objetivo que en otros países. Sin embargo, en el caso español no ha tenido el mismo éxito o la misma trayectoria que otros mercados de naturaleza similar ya fueran surgidos antes o después. Se observan serias dificultades para el despegue y promoción de un mercado que solo ha cogido un poco más de impulso con la creación y admisión a cotización en él del segmento para SOCIMIs.

Es por tanto el objetivo principal del presente trabajo la difusión y promoción del Mercado Alternativo Bursátil Español. Para ello se van a abordar diferentes aspectos del mismo con el afán de hacer un análisis riguroso que englobe las distintas dimensiones y perspectivas del mercado. Se parte de un enfoque en dos partes yendo de lo general a lo particular. Entendiendo el mercado de forma orgánica como un único ser con su circunstancia.

Para ello el primer paso, la primera parte, busca analizar todos los aspectos que rodean al mercado y condicionan su funcionamiento (su circunstancia) para después, a partir de ahí, analizar el funcionamiento del mercado desde una perspectiva puramente financiera centrada en distintos estudios de rentabilidad y riesgo que servirán de punto de partida para formular diferentes propuestas y oportunidades de inversión que el MAB puede ofrecer.

Dentro de la primera parte la cuestión inicial será trazar una retrospectiva del alternativo español para conocer sus orígenes y los distintos acontecimientos que han ido marcando la historia de este mercado y servirá para poder contextualizar otras secciones del trabajo.

El siguiente paso será el análisis de la estructura del mercado abordando en él: su funcionamiento, los distintos segmentos del mercado, los requisitos de admisión, las diferentes figuras que intervienen en él, etc. Otra cuestión que se analizará detalladamente será el referente a la fiscalidad a la que se ven sometidos tanto las compañías cotizadas en el MAB como los inversores que a él acuden. Esto se debe a la capital importancia que reviste la fiscalidad dentro del mundo económico y financiero y que sin embargo es tan frecuentemente dejada de lado.

Por supuesto, como todo mercado financiero, el MAB entraña distintos riesgos para los inversores y este trabajo no estaría completo sin un análisis de los diferentes riesgos que lo rodean.

Como ya se ha mencionado, el alternativo español, no es el único mercado de su categoría, sino que a lo largo y ancho del orbe han surgido diferentes mercados similares siendo necesaria una comparación entre ellos viendo que tienen en común y que los diferencia del MAB español.

El cuanto al análisis del mercado se van a tratar varios puntos. El primero serán los índices que actualmente existen del MAB haciendo hincapié en su naturaleza y composición. En segundo lugar, para ver la evolución del mercado en términos financieros se expondrán y tratarán dos índices que se han creado *ex professo* en el presente trabajo y que permiten ver una perspectiva clara de cuál ha sido la tendencia del mercado. A continuación, se presentarán diversas propuestas alternativas para aportar atractivo y mayores posibilidades tanto a inversores particulares como institucionales y que podrían servir para aportar mayor dinamismo y liquidez al MAB ayudándolo a consolidarse entre los diferentes mercados alternativos europeos.

A continuación, y como último punto del trabajo se tratarán las diferentes conclusiones a las que el presente estudio ha llegado y se reflexionará sobre la situación actual del mercado y el potencial que podría llegar a tener si se apuesta en firme por él.

2. Introducción al MaB y evolución histórica

2.1 Definición del MaB

El MaB, Mercado Alternativo Bursátil, es un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) surge en 2006 como una plataforma para facilitar el acceso a la financiación a través de los mercados de capitales a empresas de reducida dimensión que, por sus características intrínsecas, no podrían acceder a las vías tradicionales financiación mayorista como el mercado continuo en el caso español.

Por tanto, podemos afirmar que el MaB es un mercado de capitales organizados, regulado y abierto.

Se dice que es un mercado organizado porque cuenta con unas normas propias de funcionamiento conocidas e iguales para todas las partes; un mercado regulado porque está supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y cuenta con un marco jurídico y regulatorio aprobado por el estado. Además, es abierto tanto para el inversor (que puede acceder y obtener libremente información del mismo), como para cualquier empresa que quiera captar capital.

2.2 Historia del MaB. Origen, motivo e hitos.

Tradicionalmente, la importancia que han tenido las PYMES en la economía española ha sido fundamental. En la actualidad se estima que más del 90% de las empresas radicadas en España son PYMES, las cuales generan el 80% del trabajo y nutren el 65% del PIB español.

TABLA 1. DISTRIBUCIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS A 1 DE ENERO DE 2017, SEGÚN TAMAÑO, POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS Y PROVINCIAS

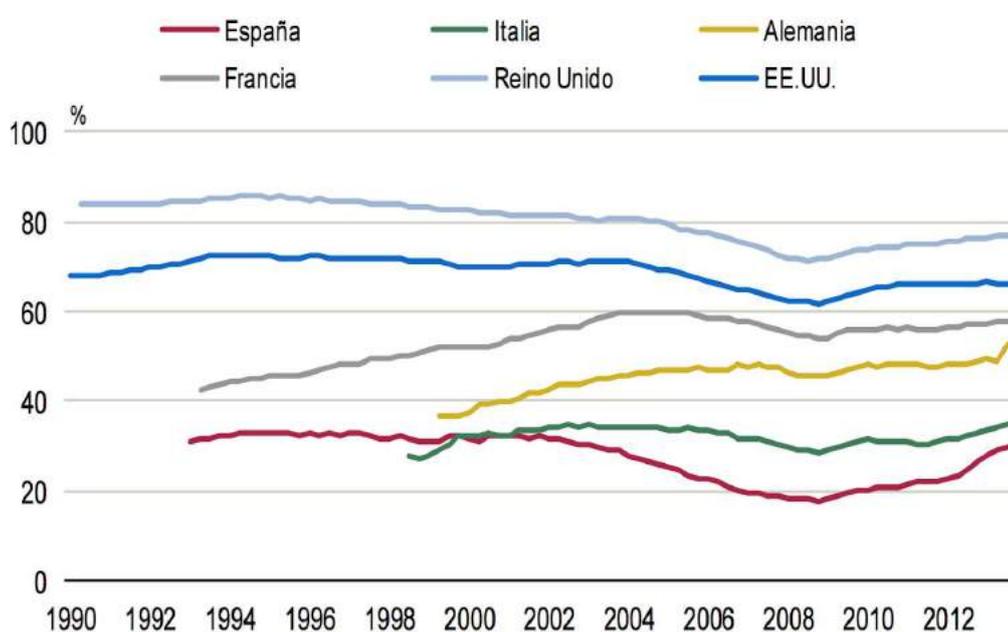
Ámbito territorial	Microempresas		Pequeñas 10-49	Medianas 50-249	PYME 0-249	Grandes 250 y más	Nº empresas
	0 asalariados	1-9					
ESPAÑA	1.821.901	1.312.141	120.397	20.485	3.274.924	4.196	3.279.120
ANDALUCÍA	272.001	210.365	16.551	2.180	501.097	361	501.458
ARAGÓN	49.421	37.102	3.548	583	90.654	95	90.749
ASTURIAS (PRINCIPADO DE)	37.857	27.975	2.100	336	68.268	51	68.319
BALEARS, (ILLES)	51.269	37.667	3.435	520	92.891	92	92.983
CANARIAS	79.305	55.805	5.223	923	141.256	145	141.401
CANTABRIA	20.725	16.120	1.315	194	38.354	36	38.390
CASTILLA Y LEÓN	88.257	67.154	5.216	714	161.341	119	161.460
CASTILLA-LA MANCHA	67.957	54.198	4.250	525	126.930	58	126.988
CATALUÑA	349.874	229.220	23.860	4.522	607.476	910	608.386
COMUNIDAD VALENCIANA	188.451	145.887	13.122	2.030	349.490	357	349.847
EXTREMADURA	35.575	27.938	1.934	272	65.719	24	65.743
GALICIA	108.078	83.363	6.208	965	198.614	158	198.772
MADRID (COMUNIDAD DE)	313.193	187.186	19.748	4.302	524.429	1.382	525.811
MURCIA (REGIÓN DE)	50.397	38.553	3.808	571	93.329	89	93.418
NAVARRA (C. FORAL DE)	24.706	16.956	1.887	393	43.942	73	44.015
PAÍS VASCO	67.663	63.860	6.926	1.281	139.730	228	139.958
RIOJA (LA)	12.494	9.437	1.006	147	23.084	13	23.097
CEUTA Y MELILLA	4.678	3.355	260	27	8.320	5	8.325

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos facilitados por Bolsas y Mercados Españoles.

Estas cifras son necesarias para entender la importancia que un mercado alternativo para empresas de pequeña capitalización tiene en el desarrollo de una economía moderna y desarrollada tanto en sectores como en fuentes de financiación. Reforzando así la capacidad de estas para contribuir al PIB y ayudar a crear un tejido empresarial sólido. Esto se apoya en los datos sobre las fuentes de financiación que tienen las empresas españolas, donde el sector bancario, tiene un peso demasiado relevante en dicha financiación. Para conseguir estar al nivel de nuestros socios europeos, el MaB juega un papel fundamental.

Figura 1

Peso relativo de la Financiación de Mercado frente al Crédito Bancario



Fuente: Profesor Jiménez 2017 .

Obtener diferentes fuentes de financiación y no tener una concentración tan grande en una sola permitiría a las empresas tener una financiación más flexible y sufrir menos tensiones de liquidez en momentos donde el sector bancario restringiera el acceso al crédito. Ampliaciones de capital o emisión de bonos en caso de las empresas más sólidas, son alternativas muy interesantes que permiten flexibilizar la estructura financiera de las empresas españolas.

Estas cifras motivaron la creación del MaB pues resultaba necesario encontrar una plataforma *ad hoc* para empresas que por sus características no podían cotizar en el mercado continuo, pero que, sin embargo, tenía la necesidad de acceder a un mercado de capitales que les permitiese expandir su potencial a través del *equity*. De esta forma y con las leyes que regulan las Instituciones

de Inversión Colectiva y las Entidades de Capital Riesgo de 2004 y 2005 respectivamente, en 2006 se crea el MaB.

Esta necesidad anteriormente comentada, fue recogida por Bolsas y Mercados Españoles (BME), sociedad operadora de todos los mercados de valores y sistemas financieros en España, constituida en 2001. De esta forma, en 2006 BME decide crear el MaB, tomando como referencia modelos alternativos de financiación bursátil de Reino Unido (Alternative Investments Markets o AIM) creado en 1995 y Francia (Alternext) en 2005. El MaB se creó con el objetivo de facilitar a empresas de financiación, visibilidad, liquidez y valoración entre otros aspectos.

Bien es cierto, que a pesar de todo lo comentado anteriormente, en 2006 entra en negociación el primer segmento Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), posteriormente el 27 de junio 2007 se inicia la negociación el segmento de Entidades de Capital Riesgo (ECR) y no es hasta el 18 de marzo de 2018 cuando el MaB no se abre para las empresas en expansión. El 19 de enero de 2009 se incorpora el último segmento hasta la fecha comenzando a cotizar la primera Sociedad de Inversión Libre (SIL).

Hasta un año después de su creación, no es cuando la primera empresa decidió dar el salto al segmento de empresas en expansión. Fue Zinkia, productora del conocido dibujo Pocoyó, la que el 15 de julio de 2009 debutó en el MAB inaugurando dicho segmento.

Actualmente, dicho segmento está compuesto por 41 empresas, cifras alejadas de las previsiones de 2009 y sobre todo alejadas de las cifras del AIM que en la actualidad cuenta con más de 500 compañías.

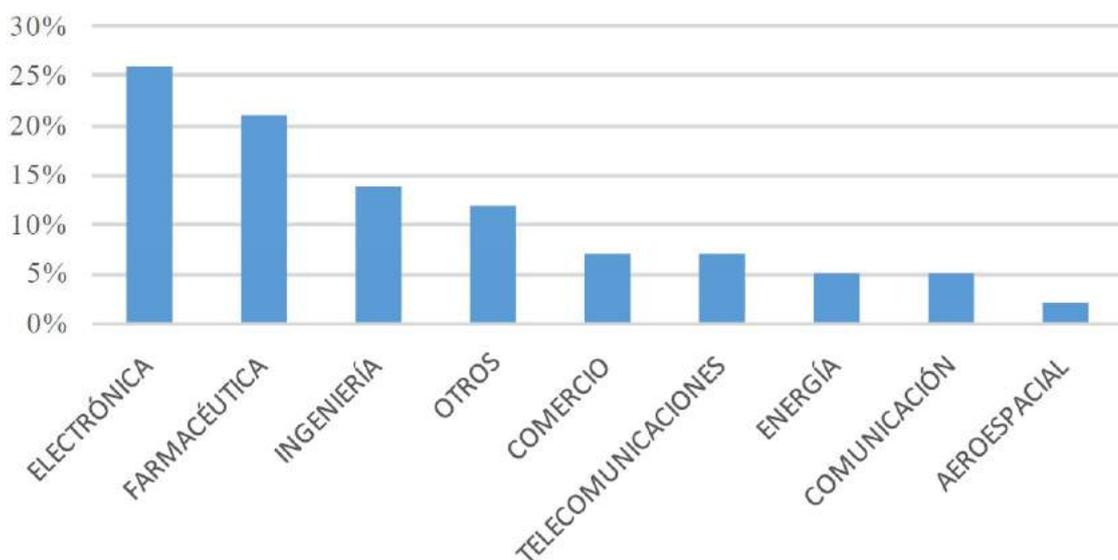
Según un estudio realizado por Informa D&B en el cual se analizan las características de 38 de las 41 compañías de este grupo que cotizan en el MAB, excluyendo dos entidades en suspensión por proceso concursal (Let's Gowex y NPG Technology) y una establecida en Bulgaria (Ebiooss Energy). El análisis revela una capitalización a diciembre de 2017 de 1.055,71 millones de euros, casi un 30% inferior a los 1.400 millones alcanzados al cierre del pasado año, caída motivada por la reciente salida de la compañía con mayor capitalización, Más Móvil, para su salto al mercado continuo.

Dicho estudio, recoge, que en 2017 el 68% de las compañías del MaB, son auditadas por las multinacionales KPMG, Ernst and Young, Pwc y Deloitte. Cifra que ha aumentado desde el año anterior un 13%. Parece claro que, para la confianza de los inversores, es necesario que dichas empresas sean auditadas por compañías de amplia experiencia y trayectoria como las comentadas. Como se muestra en la figura 2 y apoyado por los datos del informe ya referido, la mayor parte de las compañías del MAB realizan actividades basadas en la tecnología. El 24% pertenece al sector de productos farmacéuticos, el 21% a la electrónica y el software y el 13% están en el área de la ingeniería. Las compañías enmarcadas en el sector del comercio son, no obstante, las que generaron la mayor parte de los ingresos en 2016, un 19% del

total. Le siguen ingeniería y electrónica y software, que atraen el 15% de ingresos cada una.

Figura 2

Distribución sectorial de las empresas del MaB



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos facilitados por Bolsas y Mercados Españoles.

Se trata de una cuestión de vital importancia para el propio mercado, conocer los motivos por los cuales las empresas en expansión deciden iniciar su cotización en el mercado, para poder “adaptar” dicho mercado a las necesidades de las mismas. De esta forma, BME realiza una pequeña estadística (figura 3) a partir de la información recabada en los Documentos Informativos de Incorporación, que recogemos en la siguiente tabla.

Figura 3

Razones declaradas en el DIM	Nº empresas	%
Obtener financiación para el crecimiento de la empresa vía capital.	15	88,23%
Contar con una valoración objetiva de la empresa.	11	64,71%
Conseguir liquidez para las acciones.	13	76,47%
Lograr la ampliación de la base accionarial para garantizar la continuidad de la empresa.	13	76,47%
Diversificar las fuentes de financiación (nuevos canales) y el riesgo, mejora en la calidad crediticia y un coste más eficiente.	12	70,59%
Visibilidad, notoriedad y mejora de la imagen de marca de la empresa.	17	100%
Reflexión interna: replanteamiento de estrategias, reestructuración de procesos y profesionalización de los equipos.	1	5,88%
Mejorar la transparencia, disciplina y cultura corporativa de la empresa..	13	76,40%
Ventajas estratégicas y corporativas para la empresa de cara a su crecimiento (fusiones, adquisiciones y otras operaciones en las que se empleen las acciones como medio de pago).	9	52,94%
Potenciar la internacionalización de la compañía.	5	29,41%
Conseguir experiencia como paso previo a la incorporación al primer mercado.	1	5,88%
Incentivar a los trabajadores mediante sistemas de remuneración basados en la entrega de acciones.	3	17,65%
Potenciar las actividades de I+D.	4	23,53%
Fidelizar a los clientes.	2	11,76%
Incrementar la competitividad de las empresas.	1	5,88%

Fuente: Elaboración propia a partir de las estadísticas del DIM, Bolsas y Mercados Españoles.

Tal y como en un principio se puede pensar, la principal razón de las empresas que salen a cotización en el MaB se trata de la obtención de financiación para el crecimiento de las mismas. Las ampliaciones de capital, son la principal fuente de financiación de las empresas de este mercado y acompañadas de un buen proyecto y plan estratégico, sirven para la creación de valor y su repercusión en la economía española. Por otro lado, para que estas ampliaciones sean de indudable atractivo para los inversores minoristas, es muy necesario conseguir otra de las razones más buscadas por las empresas en expansión, conseguir liquidez para los accionistas.

Es imprescindible para el buen funcionamiento del mercado alternativo español, que, todas las partes implicadas en el mismo, la promulgación del mismo y de las necesidades de dichas empresas, para poder crear un mercado atractivo, líquido y en definitiva, creador de valor para el conjunto de la economía española.

No podemos hablar del MaB y pasar por alto momento complicados para la credibilidad del mercado como puede ser el caso Gowex. Destapado por un informe de Gotham City Research LLC. Aseguraron que Gowex tan solo había obtenido el 10% de los ingresos declarados ese año con menos de 5.000 puntos de acceso a su red. Cifras muy alejadas de la información aportada por la compañía.

En un primer momento, Gowex negaba todas las acusaciones, pero poco tiempo después, Jenaro García dimitía y la empresa reconocía que las cuentas en los últimos años no eran ciertas. A día de hoy, parece poco claro qué es verdad y qué no en relación a Gowex.

Actualmente el caso sigue judicializado, pero para evitar que este tipo de acontecimiento se repitan, se ha completado la regulación con la Ley 5/2015, de 27 de abril, de Fomento de la Financiación Empresarial o la Ley 22/2015, de 20 de julio de Auditorías de Cuentas, que afectó fundamentalmente a:

Las cuentas semestrales pasan a ser de obligatoria presentación. Hasta entonces voluntarias y tan solo la mitad de las empresas lo hacían.

Obligación de dar el salto al mercado continuo, cuando la capitalización supere los 500 millones de euros durante 6 meses, en un plazo de 9 meses.

Las compañías deben contar con un auditor que esté habilitado para auditar las cuentas de las entidades de interés público y deberá emitir un informe de la comisión de auditoría.

Los asesores registrados deberán estar sujetos a la supervisión de la CNMV, Banco de España 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.

3. Características del MaB.

3.1 - Segmentos.

En la actualidad el MaB se encuentra compuesto de cinco segmentos diferentes, para los cuales como son SOCIMIS, SICAVS, ERC, EMPRESAS EN EXPANSIÓN, SIL. Además de pertenecer a alguno de estos segmentos enumerados, dichas organizaciones han de cumplir con unos requisitos indispensables para cotizar en el MaB.

3.1.1 SOCIMIS

La Circular 9/2017 de 21 de diciembre establece el régimen aplicable a la incorporación y exclusión en el MaB de acciones emitidas por Empresas en Expansión y SOCIMI.

A continuación, enumeraremos los requisitos más destacables de dicha circular:

3.1.1.1 Requisitos formales

Se permite la incorporación a este segmento tanto a las sociedades anónimas españolas que sean SOCIMIS como a las sociedades de nacionalidad extranjera cuyo objeto social y régimen de inversión sea equiparable al establecido para las SOCIMIS.

Además, para su incorporación, el capital social deberá estar desembolsado en su totalidad, mientras que sus acciones deberán estar representadas por medio de anotaciones en cuenta, sin poder estar sujetas a ninguna restricción que afecte a su libre transmisibilidad.

3.1.1.2 Requisitos contables

El régimen contable aplicable a las SOCIMIS y la información financiera que éstas presenten al MaB, deberá estar elaborada conforme a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o al estándar contable nacional, salvo que la sociedad emisora sea una sociedad constituida fuera del Espacio Económico Europeo, en cuyo caso podrá optar por las NIIF o por los principios de contabilidad generalmente usados y aceptados por compañías con sede en Estados Unidos (US GAAP).

3.1.1.3 Información inicial

Para la entrada a cotización en el MaB, el primer paso será presentar un escrito de admisión a negociación, de forma conjunta a un folleto de admisión a negociación denominado Documento Informativo de Incorporación donde deberá aparecer información detallada de la compañía, su negocio y perspectivas.

3.1.1.4 Designación de asesor registrado y proveedor de liquidez

Las SOCIMIS deben designar un asesor registrado que actúe de enlace con las autoridades supervisoras tanto en el momento de incorporación como posteriormente durante su cotización. La función de dicho asesor consiste en valorar la idoneidad de las SOCIMIS interesadas en incorporarse a este nuevo segmento del MaB y asesorarlas en el nuevo régimen de negociación de sus

valores, así como en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida para actuar en el segmento indicado.

Además, las SOCIMIS o sus accionistas de referencia deberán firmar un contrato con un proveedor de liquidez, que podrá ser o bien una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito, con el fin de favorecer la liquidez de las operaciones que afecten a las acciones de estas sociedades, consiguiendo una adecuada frecuencia de contratación y reduciendo las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado. Para facilitar esta función al proveedor de liquidez, la emisora pondrá a su disposición una cantidad de títulos y efectivo, la cual será determinada por el MaB a través de una instrucción operativa.

3.1.1.5 Requisitos de difusión

Se impone también una difusión mínima (free float) de las acciones en el momento de incorporación al MaB. En concreto, se exige un número de acciones en manos de accionistas con un porcentaje inferior a 5% que corresponda al menos con un valor estimado de mercado de 2 millones de euros o, alternativamente, represente al menos un 25% de las acciones emitidas por la sociedad. A tal efecto, se incluirán en el cómputo las acciones puestas a disposición del proveedor de liquidez.

3.1.1.6 Valoración por experto independiente

De entre las particularidades introducidas para la cotización de este tipo de sociedades en el MaB, se encuentra la exigibilidad de la aportación de una valoración realizada por un experto independiente en el momento de salida, salvo que en los seis meses anteriores a la salida se haya realizado una colocación de acciones o una operación financiera relevante para fijar un primer precio de referencia.

La valoración consistirá en determinar el valor de la empresa en su conjunto y no solamente de los inmuebles aportados a la sociedad, indicando de forma detallada la valoración el plan de negocio propuesto, las hipótesis de valoración y los métodos empleados para el cálculo de dicho valor.

A su vez también existe una serie de requisitos, que serán aplicables a sus accionistas de referencias:

1. Compromiso de permanencia

Una vez incorporadas las acciones en el MaB, la Circular 2/2013 prohíbe que los accionistas de referencia y principales directivos puedan vender acciones o realizar operaciones equivalentes a ventas de acciones, "lock-up", dentro del año siguiente a su incorporación, salvo aquellas que se pongan a disposición del proveedor de liquidez.

2. Comunicación de las participaciones significativas de la sociedad

Las SOCIMIS están obligadas a comunicar la adquisición o venta de una participación significativa que alcance, supere o descienda el 5% del capital social y sucesivos múltiplos, en tanto en cuanto tengan conocimiento de la correspondiente operación de compra o venta en la que cualquiera de los accionistas alcance, supere o descienda los umbrales de participación significativa antes referidos.

Además, también deberán comunicar todas las operaciones realizadas por los administradores y directivos que alcancen, superen o desciendan del 1% de su capital social o cualquier múltiplo.

3. Publicidad de los pactos parasociales y comunicación a la sociedad

Las SOCIMIS deberán comunicar al MaB, para su difusión, la información relacionada con las operaciones realizadas por sus administradores o directivos y, en la medida en que se tenga conocimiento de ello, la suscripción, prórroga o extinción de pactos parasociales que afecten a la transmisión de las acciones o que afecten a la transmisión de las acciones o que afecten al derecho de voto de los accionistas.

4. Cambio de control de la sociedad

El accionista que reciba una oferta de compra que determine que el adquirente detente el control de la compañía (>50%), no podrá aceptar a menos que el adquirente ofrezca a todos los accionistas comprar sus acciones en iguales condiciones.

3.1.2 SICAVs

Las SICAVs otorgan las mismas ventajas fiscales que los fondos de inversión, dado que gozan del régimen de instituciones de inversión colectiva.

Los requisitos para la constitución de SICAV son los siguientes:

El número de accionistas de las sociedades de inversión no podrá ser inferior a 100.

Tienen capital variable, entre el mínimo y el máximo fijado estatutariamente. El Capital mínimo inicial debe ser de 2.400.000 euros.

Existen limitaciones a las inversiones: Diversificación de los activos, coeficiente de liquidez.

Deben registrar y comunicar a la CNMV: folleto completo y simplificado, informe anual, cuentas anuales e informe de gestión, informe trimestral y semestral, hechos relevantes y participaciones significativas.

Tienen dos sistemas para la transmisión de las acciones: un régimen especial al “valor liquidativo” a solicitud de cualquier interesado y el de “fixing”. Deberán comunicar al Mercado el valor liquidativo diario.

Otras obligaciones, son el mantenimiento de un Libro Registro de Accionistas, dado el carácter nominativo previsto para sus acciones y la designación de una entidad encargada del Registro de Anotación en Cuenta. No se les impone el cumplimiento de exigencias de gobierno corporativo.

Este segmento fue el primero que entró en funcionamiento del Mercado Alternativo Bursátil, el 29 de mayo de 2006.

Los requisitos y el procedimiento de incorporación aplicable a los valores emitidos por SICAV es el que se detalla a continuación:

La SICAV debe encontrarse registrada en la CNMV y haber presentado en dicho organismo toda la documentación informativa necesaria.

Haber designado como entidad encargada del registro a Iberclear o a alguno de los Servicios de Compensación y Liquidación de las Bolsas de Barcelona, Bilbao o Valencia, que habrán de contar con los adecuados sistemas de comunicación con Iberclear.

Haber informado a Iberclear de la entidad que se ocupará de la llevanza del Libro de Registro de Accionistas.

3.1.3 Entidades de Capital Riesgo (ECR)

Este segmento, que inició su actividad el 27 de junio de 2007, ofrece la posibilidad de que las entidades de capital riesgo se negocien en un mercado organizado, (gracias a la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras), añade a este producto el atractivo de una mayor liquidez y transparencia y contribuye a popularizar esta nueva clase de activos, facilitando su incorporación a las carteras de inversores institucionales y particulares.

El Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil prevé que se contraten, liquiden y registren valores o instrumentos financieros que, por sus especiales características, requieran un régimen singularizado, como es el caso de estas ECR, tanto aquellas que inviertan en otras ECR, como las que lo hagan directamente en valores emitidos por empresas que sean objeto de su actividad. Tanto más cuanto estas entidades de capital riesgo suelen invertir su patrimonio, a su vez, en empresas de reducida capitalización, ámbito principal en el objeto del Mercado.

Otra característica es la existencia de la figura del intermediario especialista, que asume un compromiso de prestación de liquidez y contrapartida en los términos adecuados a cada valor. El especialista deberá introducir en el mercado posiciones de compra y venta por un importe mínimo, con una horquilla

máxima entre los precios de compra y venta respecto del precio de referencia de cada valor.

Los requisitos y el procedimiento de incorporación aplicable a los valores emitidos por ECR es el que se detalla a continuación:

Podrán incorporarse al Mercado los valores emitidos por ECR acogidas al régimen común, en los términos definidos en la Ley 25/2005, de 24 de noviembre.

Para poder incorporarse al Mercado las ECR deben estar previamente registradas en le CNMV.

El Comité de Coordinación e Incorporaciones del MaB propondrá los procedimientos técnicos precisos para que el Mercado pueda obtener la necesaria documentación acreditativa del registro de la CNMV. Dicha documentación incluirá la memoria y el folleto informativo, en los términos a los que se refiere el art. 9 de la Ley 25/2005.

La ECR o en su caso, la sociedad gestora, informará a Iberclear de la Entidad que se ocupará de la llevanza del Libro Registro de Accionistas o Participes.

La solicitud de incorporación al Mercado podrá ser solicitada por la ECR o, en su caso, por su sociedad gestora y debe acompañarse de la correspondiente comunicación de un miembro o entidad participante en el Mercado en la que se detallen los términos de su compromiso de liquidez y contrapartida en su condición de especialista del valor. En la solicitud de incorporación, la ECR, o en su caso, su sociedad gestora, se compromete a enviar la información relevante que, con carácter periódico o puntual, pueda afectar a la negociación de sus valores y sea de aplicación según la normativa general en vigor y las normas reguladoras del mercado.

Recibida la solicitud, el Comité de Coordinación e Incorporaciones del Mercado evaluará si los valores cuya incorporación se solicita reúnen los requisitos exigidos para ello y trasladará la solicitud recibida a la CNMV.

El Comité de Coordinación e Incorporaciones elevará al Consejo de Administración el Informe de Evaluación junto con una propuesta de incorporación.

El Consejo acordará la incorporación de los valores para su negociación en el mercado, que serán publicados en el Boletín del Mercado y comunicados a la CNMV.

3.1.4 Empresas en expansión

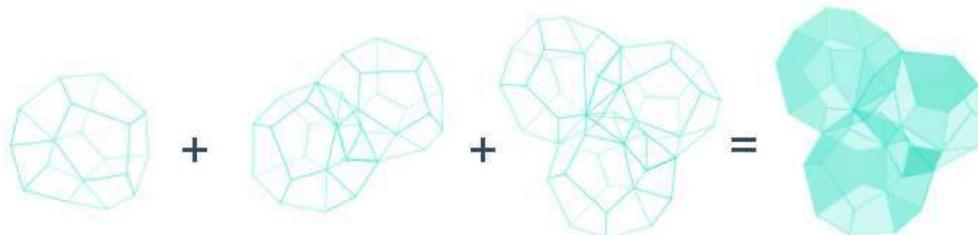
Se trata de un segmento que aglutina empresas que se encuentran en periodo de crecimiento y con gran potencial. Por sus características, dichas empresas no obtienen financiación bancaria o no les resulta conveniente y

deciden acudir al Mercado Alternativo Bursátil, para a través de OPV o mediante ampliaciones de capital obtener dicha financiación.

3.1.4.1 Características de las entidades emisoras

Podrán incorporarse al segmento de Empresas en Expansión del MaB aquellas acciones emitidas por sociedades anónimas, españolas y extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado y respecto de las que no haya restricción legal o estatutaria alguna que impida la negociación y transmisibilidad de sus acciones. Las acciones estarán representadas por anotaciones en cuenta.

Es posible resumir el proceso de incorporación de una empresa en expansión al MaB de la siguiente manera:



Fuente: Extraído de la página web del MaB

3.1.4.1.1. Decisión / Planificación

Acuerdos sociales: La organización deberá de recoger en sus acuerdos sociales la posibilidad de libre transmisión de sus acciones, así como la posibilidad de cotización en un mercado regulado como es el Mercado Alternativo Bursátil.

Designación Asesor Registrado y Proveedor de Liquidez: Uno de los primeros puntos a abarcar por parte de una empresa que se disponga a salir al MaB, se trata de encontrar un Asesor Registrado, el cual le asesore y ayude con la salida a cotización, así como un proveedor de liquidez, por la obligatoriedad de dicha figura.

Revisión de la situación de la empresa (valoración): La empresa debe analizar lo que supone el proceso de cotización en el mercado. Con la ayuda de sus asesores, deberá determinar cómo aprovechar las oportunidades del mercado de valores, pero también planificar el cumplimiento de requisitos y posibles cambios de mentalidad y organización que se exigen en la incorporación y que los inversores valoran en la cotización.

Diseño de la operación: El diseño de la operación de salida al MaB depende de la situación y objetivos de cada empresa. Es diferente si se planifica una salida al mercado *vía listing*, es decir sin una venta de acciones previa, o se pretende realizar una ampliación de capital o una Oferta Pública de Venta de acciones.

3.1.4.1.2 Preparación / Solicitud

En lo que se refiere a cumplimientos de requisitos para la incorporación, junto a la solicitud de incorporación se debe presentar la documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos de incorporación.

De igual manera, se presentará el Documento Informativo de Incorporación al MaB o Folleto Informativo registrado en CNMV. El MaB facilita y agiliza el proceso de elaboración de esta documentación permitiendo el envío de borradores y manteniendo una fluida comunicación con la empresa y su Asesor Registrado.

Tramitación

Una vez concluida la fase anterior y, por tanto, recibida la solicitud y la documentación definitiva, el MaB evaluará los requisitos exigidos y publicará, si procede, la autorización de la incorporación. A partir de ese momento, se puede comenzar el proceso de comercialización entre inversores. Bien sea a través de una ampliación de capital u oferta de acciones.

Incorporación

Una vez cerrada la operación de ampliación o venta de acciones, en su caso, y presentada toda la documentación, el MaB anunciará la incorporación mediante la publicación en el Boletín de Cotización, asignará un código de contratación al valor y procederá a la inclusión en el Registro de Anotación en Cuenta.

A las 12.00h. del día señalado se realiza el tradicional toque de campana como inicio de la cotización de la empresa en el MaB.

3.1.5 Sociedades de Inversión Libre (SIL).

Las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre (IIC de IIC) están reguladas en los artículos 43 y 44 del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003 de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre y modificados posteriormente por Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo.

Estas instituciones tienen determinadas especialidades frente a las IIC de régimen general como son, entre otras: distinta periodicidad de cálculo del valor liquidativo; régimen específico de reembolsos; períodos mínimos de permanencia de sus accionistas o partícipes; régimen de preavisos para la suscripción y reembolso y posibilidad de no permitir reembolsos en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo.

Se rige por las Normas de Contratación recogidas en la Circular del Mercado 5/2016 con las siguientes especialidades:

Las referencias a SICAV deberán entenderse efectuadas a valores emitidos por IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre, en los términos definidos en los artículos 43 y 44 del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003.

En el caso de acciones o participaciones emitidas por IIC de inversión libre, corresponderá a los miembros del mercado o entidades participantes establecer los controles necesarios para que, en la suscripción o adquisición por parte de sus ordenantes, se respete el desembolso mínimo inicial de 50.000 euros al que se refiere el artículo 43 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva.

Al comienzo de cada sesión se tomará como precio de referencia el precio de cierre de la sesión anterior, salvo que se haya comunicado el último valor liquidativo de cada IIC de inversión libre o IIC de IIC de inversión libre, en cuyo caso se tomará éste.

Si un valor fija precio en la subasta de apertura, éste podrá pasar a ser el nuevo precio estático para la subasta de cierre sobre el cual girará el citado rango estático.

Cuando se incorpore un valor sin cotización previa en otro mercado, se tomará como precio de referencia aquél que responda a posiciones ciertas de oferta o de demanda. Si el valor tuviera cotización previa en otro mercado, se tomará como precio de referencia el precio de cierre en el mercado donde aquél haya cotizado en fecha más reciente.

El precio resultante de la subasta de cierre será el precio de cierre de la sesión. En caso de que no exista precio de subasta, o de que se negocien en ésta menos de 200 unidades de contratación, el precio de cierre será, de entre los precios correspondientes a las 200 últimas unidades de contratación negociadas, el que resulte más cercano a su precio medio ponderado y, en caso de que dos precios guarden la misma diferencia con ese precio ponderado, el último de ellos negociado. En el caso de no haberse negociado durante la sesión 200 unidades de contratación, el precio de cierre será el de la sesión anterior o el valor liquidativo en el caso de haberse recibido después del cierre de esa sesión.

El modelo de mercado se basa en un sistema de fijación de precios mediante la confluencia de la oferta y la demanda en un periodo de subasta o "fixing", en un segmento de contratación diferenciado y en un procedimiento de realización de operaciones de suscripción y reembolso a valor liquidativo. La condición será que se haya recibido previamente el valor liquidativo y que la operación se realice a ese precio.

Previamente, la SGIIC o, en su caso, la IIC de inversión libre o IIC de IIC de inversión libre deberán haber efectuado los controles necesarios para que se respeten las especialidades se recogen en los artículos 43 y 44 del Reglamento de Instituciones de Inversión Colectiva.

Cómo incorporarse

Será de aplicación la Circular del Mercado 4/2016 con las siguientes especialidades:

Las referencias a SICAV deberán entenderse efectuadas a los valores emitidos por IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre, en los términos definidos en los artículos 43 y 44 del Reglamento de la Ley 35/2003.

Para poder incorporarse al Mercado los valores emitidos por las IIC de inversión libre e IIC de IIC de inversión libre, sus respectivas emisoras deben estar previamente inscritas en el registro especial existente al efecto en la CNMV

3.2. Requisitos del MaB



Fuente: Extraído de la página web del MaB

Los requisitos necesarios para la incorporación al Mercado Alternativo Bursátil se encuentran redactados en la Circular 2/2014, la cual fue actualizada en la Circular 6/2016.

Pese a que existen diferentes requisitos dependiendo del segmento (IIC, SOCIMI, SICAV, etc) en el que se encuentre la empresa, existen ciertos requisitos comunes a todas ellas.

Entre los requisitos comunes, cualquier empresa que quiera acceder al Mercado Alternativo Bursátil, tiene que ser una sociedad anónima, y cumplir los siguientes requisitos respecto a:

3.2.1 Transparencia

Mediante diferentes procedimientos, como los propios reguladores del MaB, y la introducción del asesor registrado, el cual será comentado posteriormente.

Pese a que este cambio en lo que a transparencia de la empresa respecta, puede resultar también un cambio profundo en la mentalidad de los profundos

accionistas. Sin embargo, este aumento en la transparencia, permite aumentar la confianza de potenciales inversores en la misma, así como indirectamente dotar de mayor liquidez a sus acciones.

3.2.2 Información

Toda empresa que decida participar en el MaB, deberá comprometerse a suministrar toda la información que el MaB solicite, semestral y anualmente, debidamente auditada, así como hechos relevantes o cualquier información que el MaB solicite.

Una vez más, este requisito permite aumentar la transparencia de las empresas, así como permitir que potenciales inversores puedan acceder a toda la información que necesiten para realizar las valoraciones pertinentes, así como tener acceso a los hechos relevantes que puedan afectar a estas empresas.

Finalmente, esto permite a los órganos supervisores del MaB garantizar un correcto funcionamiento del mismo.

3.2.3 Asesor Registrado y Proveedor de Liquidez

Otro requisito para incorporarse al MaB, es la designación de un asesor registrado y de un proveedor de liquidez. Ambos serán explicados en mayor detalle posteriormente.

Estas dos incorporaciones permiten paliar las principales flaquezas del MaB. La transparencia y la liquidez.

Difusión accionarial:

Finalmente, para la incorporación de una empresa al MaB, se debe cumplir la condición de que los accionistas que posean menos del 5% de la compañía, representen un valor estimado superior a dos millones de euros.

Sin embargo, este requisito no debe ser inmediato, sino que la empresa dispone de un año para lograrlo.

4. Estructura de mercado

Debido a la naturaleza y las características propias del MaB, este tiene una particular estructura definida.

4.1 Asesor Registrado

En primer lugar, la introducción de las figuras mencionadas anteriormente, el “Asesor Registrado” y el “Proveedor de liquidez”.

Según la definición de Bolsas y Mercados Españoles (BME) en la circular 8/2016, los Asesor Registrado “son profesionales especializados que valoran la idoneidad de las empresas para incorporarse al MaB y, una vez incorporadas, las acompañan y asisten durante su permanencia en el mercado. Cada empresa debe tener designado en todo momento un Asesor Registrado”

La figura del Asesor Registrado es una figura que ya se utilizaba en otros mercados alternativos, como el *Alternative Investment Market* (AIM). El mercado alternativo británico.

Esta figura es implementada en el MaB con el objetivo de subsanar los problemas de transparencia que sufría un mercado de estas características, de esa manera poder evitar que se repitan casos problemáticos como Gowex.

Entre sus funciones, se encuentra el ayudar a la empresa con la elaboración de toda la documentación necesaria para la incorporación al MaB; revisar dicha información presentada, así como ayudar a la empresa para que esta cumpla con los requisitos de información requerida periódica y hechos relevantes puntuales; y finalmente, actúa como nexo de unión entre la empresa y el MaB, ya que están disponibles para atender a las preguntas que este quiera hacer sobre el emisor, la actividad, cumplimiento, etc.

Podrá ser Asesor Registrado, cualquier persona jurídica que cumpla con los requisitos de Experiencia, acreditando suficiente experiencia en asesoramiento a compañías en relación al Mercado de Valores; Medios, que cuente con personal cualificado y experimentado en financiación en el mercado de valores, con un mínimo de 2 personas que actúen como responsables; y finalmente, Independiente de la empresa con la que ejercerá su cargo, para evitar de esa forma posibles conflictos de interés.

En todo momento una empresa debe tener designado un Asesor Registrado, y el coste del mismo debe ser una tarifa anual de 12.000€.

4.2 Proveedor de Liquidez

Por otra parte, el proveedor de liquidez, figura cuyos derechos y obligaciones están publicados en la circular 11/2016, debe ser una empresa de

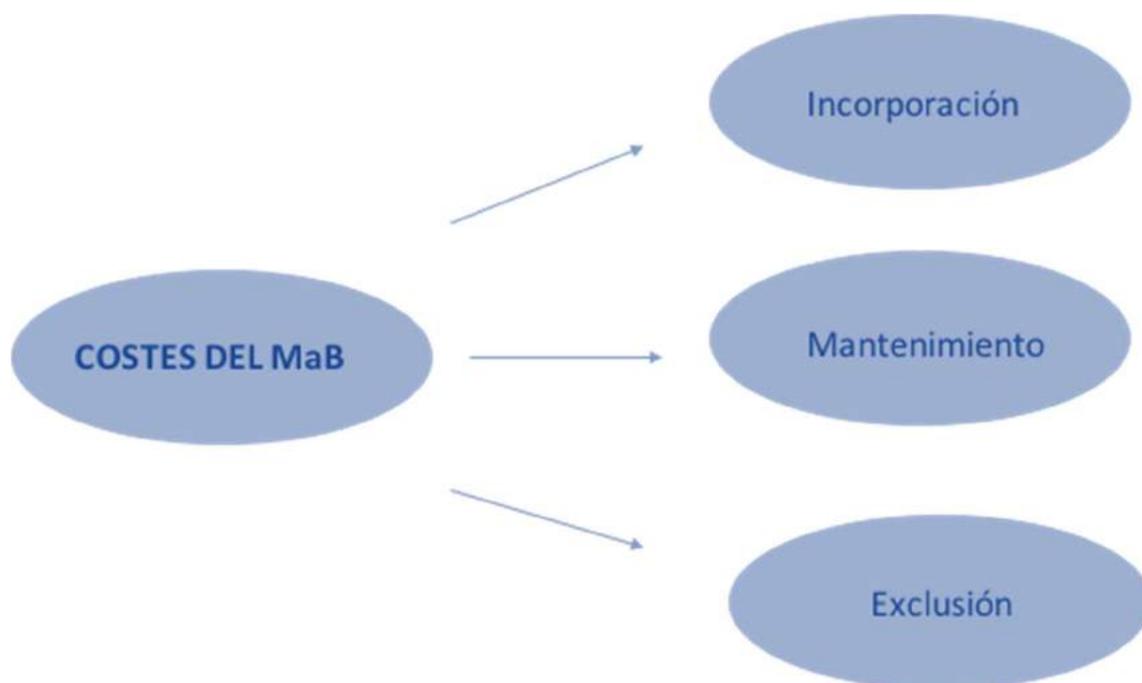
servicios de inversión o una entidad de crédito independiente a la cotizada cuya función consiste en mantener posiciones de oferta y demanda de los valores de la compañía cotizada.

Los objetivos del proveedor de liquidez son, como su nombre indica, aportar liquidez a las acciones de las compañías cotizadas del MaB, así como disminuir la volatilidad que no se produzca por la propia tendencia del mercado. Aumentando de esta manera, la eficiencia del MaB.

Se prohibirá en el contrato la posibilidad de que la empresa proporcione información relevante al proveedor de liquidez, ni que este pueda recibir instrucciones sobre las operaciones que realice en el mercado.

El proveedor de liquidez se obliga a mantener posiciones de oferta y demanda por un importe efectivo mínimo. Estas posiciones no podrán superar una horquilla de precios máxima, y deberá mantenerse abierta durante toda la sesión.

Costes



Fuente: Elaboración propia a partir de la circular 19/2016

La circular 19/2016, que entró en vigor el 2 de enero de 2017, establece tres tipos de costes que debe asumir toda entidad cotizada en el MaB: Incorporación, Mantenimiento y Exclusión. Si bien todos los segmentos deben satisfacer estos conceptos el importe no es difiere para cada uno de ellos.

El coste de incorporación al MaB es la cuota que debe satisfacer cualquier entidad que desea que sus valores sean cotizados en el MaB en el momento de su incorporación al mercado

Las empresas que permanecen en el MaB deben abonar anualmente una cantidad en concepto de servicios de mantenimiento para cubrir el coste de la infraestructura del mercado de la que formarían parte los sistemas de contratación electrónica, el acceso a los sistemas de información de cotizaciones y valores liquidativos, etc.

Por último, el coste de exclusión es aquel que surge cuando entidad decide dejar de cotizar en el MaB debiendo satisfacer un pago para cubrir dicho concepto.

Como ya se ha dicho las tarifas aplicables varían en función del segmento en cuestión tal y como se muestra en la siguiente tabla resumen:

COSTES DEL MaB	Empresas en expansión	SICAV'S	ECR	SOCIMI
Incorporación	6000€ fijo + variable del 0,05% de la capitalización	0,05% del nominal admitido con un máximo de 15.000€	0,05% del patrimonio del fondo o la sociedad	6000€ fijo + variable del 0,01% de la capitalización
Mantenimiento	6.000 €	650 €	0,005% del valor de mercado las participaciones a cierre del ejercicio	0,005% de la capitalización al cierre con un mínimo de 6.000€ y un máximo de 25.000€
Exclusión	0,05% sobre su valor de mercado, con un mínimo de 1.500€ y un máximo de 6.000€.	1.500 €	0,05% sobre su valor de mercado, con un mínimo de 1.500€ y un máximo de 6.000€.	0,05% sobre su valor de mercado, con un mínimo de 1.500€ y un máximo de 6.000€.

Fuente: Elaboración propia a partir de la circular 19/2016

4.3 Supervisión del MaB

Como se ha mencionado previamente, una de las principales flaquezas del MaB es la transparencia. Por ese motivo, una supervisión firme es necesaria para otorgar seguridad al Mercado y de ese modo puedan tomar las decisiones de inversión que consideren oportunas basadas en datos fidedignos.

Toda la información relacionada con la supervisión de las empresas pertenecientes al Mercado Alternativo Bursátil aparece en la circular 11/2016. En esta circular, se detallan los procesos de supervisión y de comunicación a la CNMV.

En primer lugar, el procedimiento de supervisión. Tanto la comisión de supervisión como el personal encargado de efectuar la supervisión tendrán las herramientas para poder acceder cuando lo deseen al libro de órdenes de la empresa, y a toda la información sobre este. Modificaciones, cancelaciones, ejecuciones, precios, volúmenes etc.

Mediante aplicaciones informáticas, podrán crear alarmas en tiempo real parametrizables y de esta manera detectar si ha habido algún comportamiento anómalo o que puede resultar sospechoso.

La finalidad de la Comisión de supervisión, sus criterios y herramientas, es el prevenir y evitar que existan conductas que incumplan la normativa establecida, y en el caso de que se produzcan, poder reaccionar adecuadamente.

El procedimiento de supervisión se abrirá tan pronto como la Comisión de Supervisión tenga indicios de que existe algún caso en el que una empresa está incumpliendo la normativa.

Si este procedimiento de supervisión se abriese, la Comisión de Supervisión requerirá a la empresa supervisada toda la información que esta considere oportuna, con el objetivo de valorar si ha habido o no un incumplimiento de la normativa. La empresa supervisada está obligada a proporcionar toda la información que pida la comisión de supervisión y en el plazo que indique.

La empresa intervenida, también podrá presentar alegaciones dentro plazo convenido, pudiendo aportar asimismo toda la información y pruebas que este considere oportunas. Esta, también podrá, si fuera posible, subsanar aquellas actuaciones que se hayan puesto de manifiesto en el proceso de supervisión, así como las restantes vinculadas a estas.

Esta subsanación deberá ser puesta en conocimiento de la Comisión de Supervisión, aportando documentación justificativa y explicativa.

Una vez recibida toda la información y documentación requerida y, si las hubiese, las alegaciones y subsanaciones, la Comisión de Supervisión elaborará un informe donde evalúe el incumplimiento o no de la normativa por parte de la empresa supervisada.

En segundo lugar, la Comisión de Supervisión trasladará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) todos los indicios consistentes y la información obtenida por cada uno de los casos donde haya una sospecha razonable de la posibilidad de que una empresa del MaB haya incumplido la normativa del mismo. De la misma forma, se comunicará con inmediatez a la CNMV, la adopción de cualquier medida disciplinaria tomada por la Comisión de Supervisión.

5. Riesgos.

Durante su corta historia, el MaB ha pasado por épocas de mayor y menor esplendor, pero lo cierto es que no solo ha conseguido sobrevivir, sino también crecer a medida que ha transcurrido el tiempo, a pesar de casos tan sonados como el de Gowex, Vousse, Carbures, Bodacllick, Zinkia, Nostrum, etc, que, a pesar de haberse superado, sí que han dejado cierta consecuencias y riesgos.

Quizás la credibilidad del MaB haya estado en entredicho en más de una ocasión y aún hoy siguen apareciendo ciertos fantasmas del pasado entre los inversores. Los mercados se basan en la confianza, confianza en las cuentas anuales, en la buena fe de los gestores, en el control... y en la búsqueda de esta mayor confianza, se han realizado los últimos cambios en la regulación. Es por ello, que resulta fundamental trabajar en la credibilidad del mercado, de tal forma que genere confianza en inversores y en consecuencia para el desarrollo del propio mercado. Este es una de los mayores retos a los que se enfrenta el MaB. Es necesario y justo para el mercado alternativo español que dicha credibilidad se recupere, desde el buen hacer de los inversores hasta un trabajo sin fisuras por parte del regulador.

La liquidez, se trata de otro de los fundamentales inconvenientes que tenemos a la hora de trabajar con el MaB. Nosotros mismos, durante el desarrollo de la segunda parte del trabajo, la práctica, hemos encontrado problemas para desarrollar la estrategia de inversión debido a la falta de liquidez que tiene dicho mercado. A pesar de contar con proveedores de liquidez, resulta muy complicado poder crear un ETF para replicar el comportamiento de nuestro índice y realizar las estrategias de inversión desarrolladas posteriormente. Ni tan siquiera resulta fácil que un fondo pudiera invertir en empresas value sin mover el precio de cotización de una forma artificial, simplemente por el volumen de la operación.

Se nos plantea entonces la duda de si en otros mercados alternativos europeos estos inconvenientes se hubieran dado de una forma tan clara y muy probablemente no es así. Desde la política fiscal, deben de articularse instrumentos como mencionamos con posterioridad y en la línea de lo que hacen nuestros socios europeos para fomentar la inversión en las PYMEs. Esto fomentaría también la financiación de las PYMEs, no tanto por financiación bancaria, si no acudiendo también al mercado.

Resulta un riesgo fundamental también desde el punto de vista del inversor, el miedo que, ante una recesión, crisis o cualquier otro acontecimiento que comprometa la liquidez del mercado y poder quedar atrapado en la inversión. Lógicamente, este riesgo está en todo mercado financiero, pero se acentúa aquí, por los mencionados problemas de liquidez que presenta ya en momento de ciclo económico positivos como el actual.

Por último, en cuanto a los riesgos del MaB, se nos plantea la siguiente cuestión: ¿Puede ser el Mercado Alternativo Bursátil un caldo de cultivo de

burbujas? Esta pregunta, a pesar haberla planteado desde un principio tras conocer los escandalosos casos que ha habido de fraudes de empresas cotizadas en el MaB, parece demasiado pretenciosa para ser contestada de una forma afirmativa. Si bien, han existido fallos durante su existencia, el mercado alternativo español debe de tener la importancia que merece. Debe de ser un caldo de cultivo de PYMEs con incalculable valor, que salen a cotización en búsqueda de financiación para contribuir a una economía española muy dependiente de este tipo de empresas.

6. INDICES EXISTENTES CREADOS HASTA EL MOMENTO.

Hasta la fecha, existen dos índices, los cuales han sido creados por BME. Se tratan de:

- **IBEX MAB ALL SHARE:** se encuentra diseñado según BME, para representar en tiempo real la evolución de los valores cotizados en el segmento de Empresas en Expansión del Mercado Alternativo Bursátil. BME prevé, que las empresas que hayan sido suspendidas de cotización por algún motivo, queden excluidas con efectos inmediatos del índice.

$$IBEX\ MAB^{\circledR}(t) = IBEX\ MAB^{\circledR}(t-1) \times \frac{\sum_{i=1}^n Cap_i(t)}{[\sum_{i=1}^n Cap_i(t-1) \pm J]}$$

- El Índice IBEX MAB[®] 15 se compone de los quince valores cotizados en el Segmento de Empresas en Expansión del Mercado Alternativo Bursátil que, tengan mayor volumen de contratación en Euros y cumplan en el periodo de control, los siguientes requisitos de liquidez:
 - Rotación anualizada sobre capital flotante superior al 10%.
 - Frecuencia de contratación de al menos el 50% (volumen de contratación en euros corregido confirme a los criterios contenidos en el apartado 3.1.1. de Normas Técnicas)

La ponderación máxima admitida en las revisiones del índice para un componente es del 20%.

La fórmula para su cálculo, será compartida con el IBEX MAB ALL SHARE:

$$IBEX\ MAB^{\circledR}(t) = IBEX\ MAB^{\circledR}(t-1) \times \frac{\sum_{i=1}^n Cap_i(t)}{[\sum_{i=1}^n Cap_i(t-1) \pm J]}$$

7. FISCALIDAD DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL.

Un aspecto interesante a tener cuenta en el análisis de todo mercado bursátil es la fiscalidad a la que están sujetas las distintas inversiones que en él se pueden hacer. Es decir, como afecta al inversor en términos tributarios el hecho de invertir en los activos cotizados en un determinado mercado. En el caso del mercado alternativo bursátil español (MaB) este análisis se hace todavía más necesario que si se tratara de un mercado oficial pues la dimensión fiscal bien pudiera entrañar ventajas para los inversores.

Todo análisis fiscal debe abordarse desde una perspectiva multidimensional. Ese y no otro ha sido el enfoque utilizado para este análisis del Mab. Huelga decir las ventajas que un análisis de este tipo puede aportar a la comprensión de uno de los aspectos que a menudo, o bien se olvidan, o se tratan de pasada al considerar los distintos mercados financieros. Así pues, mejor explicar directamente la estructura que seguirá el análisis.

Grosso modo, el foco va a ser puesto sobre las dos dimensiones clave de la fiscalidad de los productos financieros, a saber: la tributación inherente a cada segmento del MaB según su naturaleza jurídica y la tributación a la que estarían sometidos cada uno de los potenciales grupos de inversores prestando especial atención al modo en que cada inversor debe tributar por sus rendimientos en el MaB y si de ello se derivan ventajas.

Por una parte, los diferentes segmentos de inversión del Mab (empresas en expansión, socimi, sicav, SIL y entidades de capital riesgo), están por lo general sujetos a la tributación a través del impuesto de sociedades (IS). Si bien con diferencias significativas entre los diversos regímenes a los que se adscriben cada una de las citadas entidades dentro del IS que serán analizadas a continuación; poniendo especial detalle en SICAVs, Socimis y ECR que constituyen los regímenes más novedosos y ventajosos para el inversor.

Empresas en Expansión: Este segmento del mercado tributa con arreglo a lo dispuesto en el régimen general de la ley del Impuesto de Sociedades pudiendo en algunos casos acogerse al régimen de empresas de reducida dimensión (ERD). En este impuesto el tipo nominal está en el 25% si bien los tipos reales son netamente inferiores.

Socimi: Las socimi, como ya ha sido expuesto, son sociedades especiales cuyo objeto social debe ser única y exclusivamente la inversión en activos de naturaleza inmobiliaria u otras socimi. Dentro de la regulación de las socimi se conforma un régimen fiscal especial que se caracteriza porque el tipo impositivo del IS al que están sometidas es del 0% y la imposibilidad de compensación de bases imponibles negativas. Sin perjuicio de lo anterior las socimis estarán sometidas a un gravamen especial del 19% en el dividendo íntegro a repartir a los socios cuando estos tengan una participación mayor al 5% o dicho dividendo vaya a ser tributado en un país cuyo tipo para esa clase de rentas sea menor al 10%. Este régimen fiscal tan favorable se explica porque las socimis deben repartir por ley la mayor parte de sus beneficios en forma de dividendo. Lo que el legislador busca es que la socimi pueda ofrecer buenas rentabilidades

después de impuestos y que sea el socio quien tribute esos beneficios obligando a repartir ese beneficio y que solo una pequeña parte pueda ser retenida. El régimen fiscal de socimis explica que algunas empresas dedicadas al sector inmobiliario se hayan transformado de sociedades anónimas a socimis como en el caso de Inmobiliaria Colonial.

Sicavs: Las sicavs han estado en el centro de la polémica desde su creación debido precisamente a su favorable régimen fiscal. Si bien en principio las sicavs se pensaron como un vehículo de inversión que pudiera ser una alternativa a los tradicionales fondos, las acusaciones de que son utilizadas por los grandes patrimonios para eludir el pago de impuestos no han dejado de sucederse. El régimen de la polémica permite a las sicav aplicarse en el impuesto de sociedades un tipo nominal únicamente del 1% sin estar atadas a un régimen de reparto de dividendos tan estricto como las socimi. En este caso, al igual que las socimi, la mayor carga fiscal la soporta el socio. La diferencia es que para tributar el socio debe vender sus acciones de la sicav por lo que puede diferir la tributación indefinidamente. Por otra parte, las sicav, al igual que los fondos de inversión pueden diferir la tributación al traspasar el capital de una sicav a otra siempre y cuando la sicav de destino de los fondos tenga más de 500 partícipes y el inversor no tuviera más de un 5% de la sicav durante el año anterior.

Entidades de Capital-Riesgo: La legislación tributaria vigente ha dispuesto un régimen especial elaborado *ex professo* para el capital-riesgo (Sociedades y fondos de capital-riesgo) que le concede ciertas ventajas frente a otras formas de invertir. Concretamente, el régimen especial contempla la exención en el cobro de dividendos de aquellas sociedades participadas por la entidad de capital-riesgo. En cuanto a las plusvalías en la transmisión de participaciones en empresas, si estas superan el 5% del capital social y se han mantenido durante como mínimo un año (entre otros requisitos), existe también exención. Cuando no se cumplan los citados requerimientos la norma establece una exención del 99% para algunos tipos de rentas por lo que solo se tributaría por el 1% dichas plusvalías. Este régimen, como se ha dicho, es especialmente favorable y puede contribuir a facilitar la inversión en buenas compañías no cotizadas a través de estos vehículos sin que la fiscalidad penalice su actividad en demasía.

En cuanto a la fiscalidad de los inversores es posible diferenciar tres grupos: personas físicas residentes, personas jurídicas residentes y personas físicas o jurídicas no residentes.

En España, las personas físicas residentes tributan sus rentas a través del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF). En dicho impuesto las inversiones que realizadas en el MaB pueden tributar de dos maneras atendiendo a su naturaleza. Por una parte, están los dividendos pagados por las distintas compañías del mercado y por otra las plusvalías que el inversor puede obtener por la venta de sus acciones (o participaciones en el caso de fondos de inversión libre) si se han revalorizado. En el caso de los dividendos el rendimiento a tributar es el generado por la participación en fondos propios de entidades. En el caso de las plusvalías el rendimiento adopta la forma de una ganancia

patrimonial derivada de una transmisión de patrimonio. Ambas fuentes de renta quedan encuadradas dentro de la base imponible del ahorro (BIS). Dicha base imponible después es gravada al tipo progresivo correspondiente de la escala del ahorro tanto estatal como autonómica conformándose así la cuota íntegra del impuesto.

Era pues importante realizar el análisis previo precisamente porque nos conducía hasta este punto, a saber, las deducciones aplicables en la cuota íntegra. Este punto es de especial relevancia porque sí que existen deducciones para la inversión el MaB. En cuanto a los segmentos del MaB solo el de Empresas en Expansión cuenta con bonificaciones fiscales. Si bien a nivel estatal no existe ninguna deducción destinada a bonificar la inversión en activos del MaB a nivel autonómico sí que existen posibilidades de deducción. Concretamente: Aragón, Cataluña, Galicia y Madrid conceden deducciones por este concepto cuyas características básicas se muestran en las siguientes tablas:

Características de las deducciones por Comunidad Autónoma.

	Aragón	Cataluña	Comunidad de Madrid	Galicia
Objeto de la deducción	Inversión en procesos de ampliación de capital	Inversión en procesos de ampliación de capital	Inversión en procesos de ampliación de capital y OPV	Inversión en procesos de ampliación de capital
Importe de la deducción	20% de la inversión	20% de la inversión	20% de la inversión	15% de la inversión
Límites	10.000 €	10.000 €	10.000 €	4.000 €

Fuente: Elaboración propia a partir de la legislación vigente.

Requisitos para la aplicación de la deducción por Comunidad Autónoma

	Aragón	Cataluña	Comunidad de Madrid	Galicia
Objeto Social	No sociedades de gestión patrimonial	-No sociedades de gestión patrimonial	-No sociedades de gestión patrimonial	-No sociedades de gestión patrimonial
Residencia Social y Fiscal	Aragón	Cataluña	Madrid	Galicia
Periodo de mantenimiento de la inversión	2 años	2 años	2 años	3 años
Importe de la inversión	no mayor del 10% del capital de la sociedad participada	no mayor del 10% del capital de la sociedad participada	no mayor del 10% del capital de la sociedad participada	no mayor del 10% del capital de la sociedad participada

Fuente: Elaboración propia a partir de la legislación vigente.

Por otra parte, la inversión en fondos cotizados en el MaB, ya sean de inversión libre o capital riesgo, podría acogerse al diferimiento tributario del que gozan los traspasos de fondos de inversión. Pudiendo comprar un fondo y traspasar el capital a otros fondos sin tributar las plusvalías hasta la venta de la última participación.

Concluido el análisis de la tributación de las personas físicas residentes conviene abordar a continuación la fiscalidad de los inversores societarios españoles, es decir, las personas jurídicas residentes.

En este momento, no será necesario entrar en las disquisiciones propias de los regímenes especiales de SICAVs o fondos de inversión que ya han sido tratadas algunos párrafos más arriba. En este momento se abordará la tributación del inversor persona jurídica desde la perspectiva de una sociedad estándar (SA o SL). El sujeto pasivo de este ejemplo tributa mediante el impuesto de sociedades. En este impuesto la base imponible se determina a partir del resultado contable aplicándole unos determinados ajustes para corregir las divergencias entre los criterios fiscales y contables. Para los activos que este estudio analiza, al igual que en el caso anterior, hay dos fuentes de beneficio: dividendos y plusvalías. Estos beneficios deben imputarse al resultado del ejercicio con arreglo a los distintos criterios y normas de valoración que, como es de entender, no serán aquí detalladas al no ser ese el objeto de estudio del presente documento. Dichos beneficios quedarán así integrados en la base imponible del impuesto donde tributarán al 25%. Los dividendos serán tributados en su devengo y las plusvalías cuando sean realizadas al vender los activos. En su caso, al igual que el resto de las retenciones y pagos fraccionados de la empresa, la retención a la que están sometidos los dividendos se compensará contra la cuota líquida para obtener la liquidación del impuesto. A diferencia del IRPF en el IS no existe ningún tipo de deducción o incentivo fiscal a la inversión en el MaB.

Por último, queda analizar la fiscalidad de los inversores no residentes. Este campo es harto difuso y dado a la casuística por lo que solo se esbozarán aquí algunas ideas básicas que pudieran servir de orientación al lector.

El inversor no residente puede invertir directamente en el MaB de diversas maneras. La primera a través su sociedad o agencia de valores comprando acciones directamente en el mercado. La segunda y menos frecuente, a través de una sociedad de su propiedad domiciliada en España o de un establecimiento permanente. En este último caso jurídicamente sería la sociedad en España la propietaria de las acciones y la tributación sería la misma que la de cualquier otra sociedad española en los términos explicados previamente.

En el primer caso el inversor quedaría adscrito, en principio, al impuesto sobre la renta de no residentes (IRNR). No obstante, en la mayoría de los casos España ha firmado convenios de doble imposición con un elevado número de países en todo el orbe. Este hecho implica que lo dispuesto en los convenios, al ser tratados internacionales, prevalece sobre la legislación local. En el caso de provenir el inversor de un país con quien el Estado español ha firmado convenio tributará con arreglo a lo que dicte el mismo. Cada convenio tiene sus propias características y cifras por lo que en este caso solo se mostrará el funcionamiento genérico del mecanismo de convenio. Así pues, el inversor que ha obtenido rentas de sus acciones en el MaB será sometido a una retención del 19% a cuenta del impuesto en España (en el caso de los dividendos, si la renta

es una plusvalía en la venta no hay retención). Posteriormente deberá solicitar ante las autoridades tributarias acogerse al régimen fiscal del convenio. En ese caso con la retención ya habrá liquidado sus obligaciones tributarias en España y será su país quien le aplique los mecanismos correctores de la doble imposición internacional pertinentes. Si no existiera convenio con el país en cuestión el inversor no residente debería entonces presentar declaración del IRNR y tributar sus rendimientos tanto en España como en su país de residencia fiscal.

Como se ha visto, la fiscalidad, es una dimensión de capital importancia en el análisis de los mercados financieros y en el MaB en particular adquiere relevantes implicaciones tanto por la fiscalidad inherente a cada producto como la fiscalidad a la que está sujeta cada posible inversor. No solo es un aspecto relevante a la hora de determinar la rentabilidad financiero-fiscal de las inversiones sino, como se mostrará en capítulos posteriores, será una de las áreas donde más recorrido existe para potenciar el MaB como mercado de capitales para un mayor número de empresas y mercado de inversión para muchos inversores.

8. COMPARATIVA DE LA FISCALIDAD INTERNACIONAL.

Desde el surgimiento del NASDAQ como primer mercado alternativo del mundo en 1975 gran variedad de "parqués" alternativos a las bolsas oficiales han surgido a lo largo y ancho del globo con suerte dispar. Buscando todos ellos ser una ventana para la inversión en pequeñas y medianas compañías con fuerte proyección y crecimiento. Algunos de ellos han tenido desde su génesis un marcado enfoque hacia el sector tecnológico (como el ya citado NASDAQ) y otros han sido más generalistas (como los nuevos mercados de algunas plazas europeas). A lo largo del tiempo algunos de ellos han sido grandes casos de éxito y otros han fracasado en sus propósitos.

En el ámbito europeo existen diversos casos de mercados alternativos con estructuras y funcionamiento diferente al español. Una interesante manera de contextualizar el MaB en el entorno económico europeo es abordar una comparativa entre el mercado alternativo español y algunos de sus pares europeos. Analizando su trayectoria, estructura de mercado y algunas variables claves del funcionamiento. Esta comparativa permitirá poner el MaB en un contexto europeo y constatar si tiene la misma presencia en la economía que sus homólogos y si ha constituido un caso de éxito o es más bien un mercado que va a la zaga del resto.

Por citar algunos ejemplos de mercados alternativos internacionales antes de proceder a la inmersión en Europa cabría destacar: el ya citado NASDAQ en EEUU, el KOSDAQ en Corea del Sur, el JASDAQ en Japón o el TSX Venture en Canadá. En Europa algunos ejemplos relevantes serían: el AIM británico, el

Euronext Growth paneuropeo, el ESM irlandés, el Entry Standard alemán o el AIM Italia.

Ya centrados en Europa se observa que por capitalización bursátil los mercados más potentes serían el AIM en Reino Unido, el ESM y el Euronext Growth. Aquí no será abordada la totalidad de mercados alternativos europeos sino una selección de ellos.

Los ejemplos elegidos son: AIM, Euronext Growth y AIM Italia. Son casos diversos entre sí que van a permitir una comparativa global del MaB mucho más completa en diversos planos. No obstante, como preparación previa, es necesario dar primero una pequeña reseña de cada uno de estos mercados para poder situar al lector en el justo contexto de cada uno de ellos. Ver de dónde viene cada uno y cuál fue su origen va a resultar revelador para comprenderlos y comprender como es el MaB respecto a ellos.

8.1 AIM LONDON

El AIM, Alternative Investment Market, es el mercado internacional para pequeñas y medianas empresas dependiente de la London Stock Exchange. Es el mercado más importante a nivel mundial para este tipo de compañías, tanto en número de empresas e inversores como en el nivel de inversión anual y proyección internacional.

Como punto de partida cabe destacar que, gracias a una legislación a medida y pactos internacionales, es el mercado de referencia para las empresas de mediano tamaño estadounidenses que desean cotizar en territorio europeo. Esta serie de pactos, y las exenciones fiscales que se aplican a empresas internacionales, atraen a una gran cantidad de inversores internacionales que aportan al mercado una liquidez muy superior a sus competidores europeos. Del mismo modo, la garantía que aporta el mercado principal LSE a los inversores internacionales, hacen del AIM británico el mercado de referencia a nivel mundial para las empresas de pequeña y mediana capitalización.

El mercado se basa en tres pilares fundamentales, similares a los presentes en otros mercados, pero con un grado de profesionalización mayor. En primer lugar los asesores registrados, "nomad"; una bolsa de bróker especializados en el mercado, con el objetivo principal de proporcionar liquidez; y por último los *market specialist*, asesores multidisciplinares cuya función es asegurar el correcto desarrollo y cumplimiento normativo de todas las fases y actores del mercado.

El AIM londinense está particularmente desarrollado en materia fiscal, con normativas específicas para particulares y empresas que favorecen la inversión en este tipo de compañías. En lo relativo a los particulares, la inversión está amparada en la ley de inversiones en sociedades no cotizadas, por lo que no tributarán ni las plusvalías obtenidas ni la transmisión de los productos. En el caso de las empresas o inversores institucionales, las exenciones fiscales se

ampan en la ley de capital riesgo, por lo que las condiciones son mucho más favorables, con exenciones fiscales muy importantes.

Este tipo de medidas, y su continua revisión para asegurarse la consecución de los objetivos, están enfocadas a aumentar el número de actores en el mercado y sobre todo la liquidez, pilar fundamental para las pequeñas empresas.

Al mismo tiempo, cuentan con exenciones para las empresas cotizadas, como hacer deducibles los gastos soportados por la empresa en el momento de su salida a cotización y reducciones en otra clase de impuestos nacionales.

Como contrapartida a las ventajas del mercado, hemos de señalar algún inconveniente. Al ser el mercado más grande y eficiente de los citados, los costes y requisitos son al mismo tiempo un poco más exigentes. Se calcula que el coste medio para acceder al mercado ronda el 20% de la emisión de títulos, reduciéndose a medida que la empresa tiene mayor tamaño. Del mismo modo, el proceso para acceder al mercado puede dilatarse más allá del año, debido al gran número de requisitos que la empresa debe cumplir y certificar para ser admitida.

Como complemento a los mayores gastos legales o de gestión, la naturaleza de los inversores y su carácter internacional, motiva que la mayoría de empresas opten por contratar servicios complementarios como un departamento de relaciones institucionales internacionales y un mayor número de asesores, en comparación a otras empresas cotizadas en mercados de carácter nacional.

8.2 AIM ITALIA

El AIM Italia (Alternative Investing Market Italia) es, según su página web, un mercado de *Borsa Italiana* enfocado a aquel segmento de PYMEs italianas que desean invertir en crecimiento. Este mercado alternativo surgió en 2012 tras la fusión de dos mercados preexistentes: AIM Italia y MAC. La fusión buscaba unificar la oferta de los mercados alternativos italianos constituyendo un único y más potente mercado. *Borsa Italiana* afirma que en este mercado se combinan la experiencia y saber hacer de una plataforma como AIM (que ya contaba con 15 años de experiencia en Reino Unido) y el conocimiento sobre las necesidades y exigencias específicas del sistema empresarial transalpino.

En este mercado las empresas industriales tienen un peso más que significativo, en torno al 60% de la capitalización del índice. Es por tanto un mercado atractivo para empresas industriales europeas.

La principal fortaleza de este mercado, y donde los reguladores han puesto mucho énfasis, es en la simplicidad y en la rapidez con que las empresas pueden acceder a cotización, y sobre todo la flexibilidad con la que se aplica la normativa. Como resultado de esta serie de políticas, el regulador ha conseguido

reducir el plazo medio que dura el proceso para que una pyme entre al mercado sea de unas 12 semanas.

El regulador permite a las empresas, siempre siguiendo los canales establecidos, comenzar a cotizar aportando una documentación mínima. Una vez en cotización, la empresa y sus asesores deberán aportar la documentación complementaria correspondiente y el resto de requisitos establecidos.

En este sentido, y siguiendo el ejemplo de su homónimo británico, el mercado italiano cuenta con un complejo aparato de ayuda a la empresa para asesorar a las nuevas compañías que quieran acceder al mercado en todo lo relativo al cumplimiento normativo y al correcto desarrollo del proceso.

La figura más importante para las empresas que desean cotizar en el mercado AIM italiano es el “Nomad”, un asesor externo autorizado por el regulador y que será el encargado tanto de asesorar a la empresa durante todo el proceso de entrada al mercado y de cotización, como de informar al regulador sobre el devenir de la empresa, las decisiones adoptadas y su futuro. Su función principal es asegurar la estabilidad en el sistema, velando por cumplir los objetivos de liquidez y seguridad del mercado.

El asesor, Nomad, tendrá potestad para influir en los requerimientos a las empresas, siempre a con el fin de asegurar un correcto desarrollo de la empresa en el mercado, una liquidez suficiente y el adecuado cumplimiento normativo. De este modo, el Nomad podrá influir por ejemplo en la cantidad mínima exigible de “free float” (nunca inferior al 10%).

Siguiendo con las políticas de bajas barreras de entrada, el regulador no establece límites para la capitalización, asuntos de gobierno corporativo o distribución accionarial ni requisitos financieros especiales. En todos los casos anteriores, la figura del Nomad seguirá siendo fundamental, por lo que será este quien asesore o exija a la empresa unos requisitos u otros en función de sus características.

Una vez en cotización, los requisitos también son menores que en otras plazas europeas. Los informes de gestión pueden entregarse de manera semestral, solo deberán presentar los estados financieros a final de año y las variaciones de capital o accionariales no deberán ser notificadas.

Siguiendo el modelo de tres pilares implantado en el mercado británico, el regulador italiano ha tomado y sigue tomando medidas para proteger y fomentar la inversión. El mercado cuenta con una extensa lista de inversores institucionales y corporativos especializados en empresas de mediana capitalización que se encargan de proporcionar liquidez al mercado y dar mayor visibilidad internacional a este tipo de empresas. El grado de especialización en el sector industrial es muy favorable para el desarrollo de un ecosistema inversor especializado que actúe como catalizador y proporcione una base estable de liquidez al mercado.

8.3 Euronext Growth.

El Euronext Growth es el mercado de capitales paneuropeo para pequeñas y medianas empresas. Su objetivo por tanto es ofrecer una alternativa de financiación a las empresas que por su tamaño no puedan acceder a los mercados de capitales tradicionales.

Euronext Growth no es un mercado regulado, sino un sistema multilateral de negociación. Las características principales de este mercado son muy parecidas a las del mercado principal, el Euronext, pero con mayor liquidez para las medianas empresas. Si fuera necesario para el correcto funcionamiento del mercado, se le asignará un proveedor específico de liquidez para determinadas compañías. Al igual que en otros mercados, las empresas que salgan a cotización deberán hacerlo con un *partner*, generalmente un banco de inversión que actúa como asesor autorizado por Euronext, que garantice el correcto desarrollo de todo el proceso.

A fin de facilitar el acceso al mercado, los requisitos para acceder a él son menores que en el mercado principal. Sin embargo, es obligatorio tener toda la documentación correctamente presentada y aprobada por los organismos pertinentes antes de cotizar. En este sentido, el AIM Italiano, por ejemplo, ofrece una regulación más flexible.

Un punto en común con el mercado italiano es la gran importancia que se le otorga al *partner*. Éste deberá asesorar a la compañía tanto antes de entrar en el mercado como una vez en cotización. Se asegurará del correcto cumplimiento normativo, de estar al tanto de los hechos relevantes y de informar anualmente al regulador sobre los cambios que se han producido y las decisiones a futuro.

A fin de mejorar el funcionamiento del mercado, Euronext Growth se divide a su vez en submercados que faciliten una identificación más directa de las empresas y que puedan dar respuesta a sus necesidades específicas. Así pues, se crea Euronext Access como un mercado sencillo con requisitos asumibles por pequeñas empresas, Euronext Growth para empresas de rápido crecimiento y por supuesto, el mercado global Euronext.

Los requisitos establecidos para entrar a cotizar son muy asumibles por casi cualquier tipo de compañía. El free float mínimo varía según el índice seleccionado, no habiendo exigencia mínima en el caso de Euronext Access y con un flotante mínimo de 2,5 millones de euros en el caso de Euronext Growth. Deben presentarse las cuentas de los dos últimos ejercicios, auditadas en todos los casos salvo en Euronext Growth. Como se describe con anterioridad, el "*partner*" y sus recomendaciones tienen una importancia capital en todo el proceso en todas las empresas.

Una vez en cotización, las compañías deberán presentar los informes financieros anuales auditados y los estados financieros de manera semestral. En el caso de Euronext Access solo se presentará el informe financiero anual de

acuerdo a las normas locales. En todos los casos, deberá comunicarse al regulador cualquier información sensible relativa a los precios, información privilegiada o sensible...

En el apartado de la liquidez, factor capital en este tipo de mercados, Euronext trata de implementar mejoras que faciliten la eficiente fijación de precios y un mayor atractivo para inversores y empresas. Para ello, han ampliado a dos los periodos de fijación de precios para las empresas que coticen por fixing, han desarrollado un sistema de fijación de precios aleatorios para la apertura y el cierre de cada sesión e implementado un sistema para mejorar las transacciones por bloques de acciones.

Una vez analizados y descritos la selección de mercado propuesta, podemos extraer algunas conclusiones.

En primer lugar, todos los mercados tienen fortalezas y debilidades, por lo que no podemos afirmar con rotundidad que uno prevalezca sobre el resto en todos los aspectos. Aun siendo el mercado británico el más importante y eficiente, la especialización y la sencillez del mercado italiano son fortalezas clave y el carácter europeo del Euronext lo hace muy atractivo.

En segundo lugar, los mercados para pequeñas y medianas empresas mundiales comparten características muy similares, basándose en una estructura y pilares fundamentales aceptados por todos. En este sentido, los mercados menos desarrollados deberán implementar esta serie de medidas o una versión mejorada de las mismas para alcanzar sus objetivos.

Por último, y debido a la gran cantidad de factores que pueden influir en una empresa de reducido tamaño para comenzar a cotizar, el análisis cualitativo es fundamental. Las características de este tipo de mercado son bastante diferentes entre sí, más allá de los factores cuantitativos como su número de empresas o su capitalización. Será crítico que las empresas seleccionen el mercado a cotizar según su grado de adecuación al funcionamiento del mercado y los requisitos y costes en todo el proceso.

9. Comparativa Internacional.

Desde el surgimiento del NASDAQ como primer mercado alternativo del mundo en 1975 gran variedad de "parqués" alternativos a las bolsas oficiales han surgido a lo largo y ancho del globo con suerte dispar. Buscando todos ellos ser una ventana para la inversión en pequeñas y medianas compañías con fuerte proyección y crecimiento. Algunos de ellos han tenido desde su génesis un marcado enfoque hacia el sector tecnológico (como el ya citado NASDAQ) y otros han sido más generalistas (como los nuevos mercados de algunas plazas europeas). A lo largo del tiempo algunos de ellos han sido grandes casos de éxito y otros han fracasado en sus propósitos.

En el ámbito europeo existen diversos casos de mercados alternativos con estructuras y funcionamiento diferente al español. Una interesante manera de contextualizar el MaB en el entorno económico europeo es abordar una comparativa entre el mercado alternativo español y algunos de sus pares europeos. Analizando su trayectoria, estructura de mercado y algunas variables claves del funcionamiento. Esta comparativa permitirá poner el MaB en un contexto europeo y constatar si tiene la misma presencia en la economía que sus homólogos y si ha constituido un caso de éxito o es más bien un mercado que va a la zaga del resto.

Por citar algunos ejemplos de mercados alternativos internacionales antes de proceder a la inmersión en Europa cabría destacar: el ya citado NASDAQ en EEUU, el KOSDAQ en Corea del Sur, el JASDAQ en Japón o el TSX Venture en Canadá. En Europa algunos ejemplos relevantes serían: el AIM británico, el Euronext Growth paneuropeo, el ESM irlandés, el Entry Standard alemán o el AIM Italia.

Ya centrados en Europa se observa que por capitalización bursátil los mercados más potentes serían el AIM en Reino Unido, el ESM y el Euronext Growth. Aquí no será abordada la totalidad de mercados alternativos europeos sino una selección de ellos.

Los ejemplos elegidos son: AIM, Euronext Growth y AIM Italia. Son casos diversos entre sí que van a permitir una comparativa global del MaB mucho más completa en diversos planos. No obstante, como preparación previa, es necesario dar primero una pequeña reseña de cada uno de estos mercados para poder situar al lector en el justo contexto de cada uno de ellos. Ver de dónde viene cada uno y cuál fue su origen va a resultar revelador para comprenderlos y comprender como es el MaB respecto a ellos.

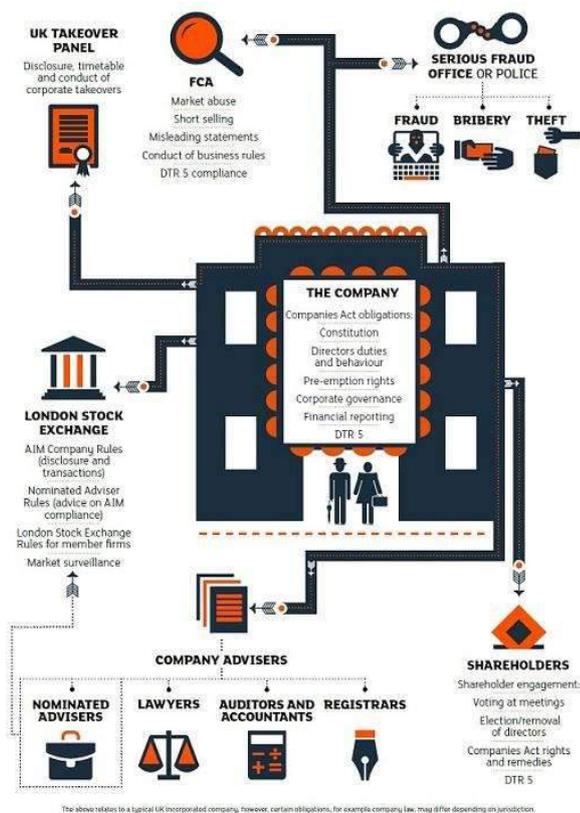
9.1 AIM London

El AIM, Alternative Investment Market, es el mercado internacional para pequeñas y medianas empresas dependiente de la London Stock Exchange. Es el mercado más importante a nivel mundial para este tipo de compañías, tanto en número de empresas e inversores, como en el nivel de inversión anual y proyección internacional.



Como punto de partida, cabe destacar que, gracias a una legislación a medida y a pactos internacionales, es el mercado de referencia para las empresas de mediano tamaño estadounidenses que desean cotizar en territorio europeo. Esta serie de pactos, y las exenciones fiscales que se aplican a empresas internacionales, atraen a una gran cantidad de inversores internacionales que aportan al mercado una liquidez muy superior a sus competidores europeos. Del mismo modo, la garantía que aporta el mercado principal LSE a los inversores internacionales, hacen del AIM británico el mercado de referencia a nivel mundial para las empresas de pequeña y mediana capitalización.

El mercado se basa en tres pilares fundamentales, similares a los presentes en otros mercados, pero con un grado de profesionalización mayor. Los asesores registrados, “nomad”, conforman el primer pilar. Son profesionales aprobados por el regulador que guiarán y asesorarán a la compañía durante su acceso y posterior cotización en el mercado. Que son los asesores registrados. El segundo pilar es la liquidez, asegurada por una bolsa de brókers especializados en el mercado cuyo principal cometido es proporcionar liquidez al mismo. Por último, los “*market specialist*”, asesores multidisciplinares cuya función es asegurar el correcto desarrollo y cumplimiento normativo de todo el proceso.



El AIM londinense está particularmente desarrollado en materia fiscal, con normativas específicas para particulares y empresas que favorecen la inversión en este tipo de compañías. En lo relativo a los particulares, la inversión está amparada en la ley de inversiones en sociedades no cotizadas, por lo que no tributarán ni las plusvalías obtenidas ni la transmisión de los productos. En el caso de las empresas o inversores institucionales, las exenciones fiscales se amparan en la ley de capital riesgo, por lo que las condiciones son mucho más favorables, con exenciones fiscales muy importantes.

Al mismo tiempo, cuentan con exenciones para las empresas cotizadas, como hacer deducibles los gastos soportados por la empresa en el momento de su salida a cotización y reducciones en otra clase de impuestos nacionales.

Este tipo de medidas, y su continua revisión para asegurarse la consecución de los objetivos, están enfocadas a aumentar el número de actores en el mercado y sobre todo la liquidez, pilar fundamental para las pequeñas empresas.

Como contrapartida a las ventajas del mercado, hemos de señalar algún inconveniente. Al ser el mercado más grande y eficiente de los citados, los costes y requisitos son al mismo tiempo un poco más exigentes. Se calcula que el coste medio para acceder al mercado ronda el 20% de la emisión de títulos, reduciéndose a medida que la empresa gana tamaño. Del mismo modo, el proceso para acceder al mercado puede dilatarse más allá del año, debido al gran número de requisitos que la empresa debe cumplir y certificar para ser admitida.

Como complemento a los mayores gastos legales o de gestión, la naturaleza de los inversores y su carácter internacional, motiva que la mayoría de empresas opten por contratar servicios complementarios. Estos servicios, como un departamento de relaciones institucionales internacionales o un mayor número de asesores en diversas áreas, aumentan el coste de acceso y cotización en este mercado.

9.2 AIM Italia

El AIM Italia (Alternative Investing Market Italia) es el mercado Italiano especializado en empresas de mediana capitalización. Es un mercado dependiente de *Borsa Italiana* enfocado a aquel segmento de PYMEs italianas que desean crecer abriendo el capital a nuevos inversores.



Este mercado alternativo surgió en 2012 tras la fusión de los dos mercados preexistentes: AIM Italia y MAC. La fusión buscaba unificar la oferta

de los mercados alternativos italianos constituyendo un único y más potente mercado. *Borsa Italiana* afirma que en este mercado se combinan la experiencia y saber hacer de una plataforma como AIM (que ya contaba con 15 años de experiencia en Reino Unido) y el conocimiento sobre las necesidades y exigencias específicas del sistema empresarial transalpino.

En este mercado las empresas industriales tienen un peso más que significativo, en torno al 60% de la capitalización del índice. Esta especialización aporta un gran valor al mercado, lo que lo hace especialmente atractivo para un gran número de empresas industriales europeas.

La principal fortaleza de este mercado, y donde los reguladores han puesto gran atención, es en la simplicidad y en la rapidez con que las empresas pueden acceder a cotización. La flexibilidad en la aplicación de la normativa es el activo fundamental del mercado para asegurar la simplicidad de la salida a cotización.

Como resultado de esta serie de políticas, el regulador ha conseguido reducir el plazo medio que dura el proceso para que una pyme entre al mercado sea de unas 12 semanas. Permite a las empresas, siempre siguiendo los canales establecidos, comenzar a cotizar aportando una documentación mínima. Una vez en cotización, la empresa y sus asesores deberán atender el resto de obligaciones normativas pasadas y futuras.

Siguiendo el ejemplo de su homónimo británico, el mercado italiano cuenta con un complejo aparato de ayuda a la empresa para asesorar a las nuevas compañías que quieran acceder al mercado en todo lo relativo al cumplimiento normativo y al correcto desarrollo del proceso.

La figura más importante para las empresas que desean cotizar en el mercado AIM Italiano es el "Nomad", un asesor externo autorizado por el regulador y que será el encargado tanto de asesorar a la empresa durante todo el proceso de entrada al mercado y de cotización, como de informar al regulador sobre el devenir de la empresa, las decisiones adoptadas y su futuro. Su función principal es asegurar la estabilidad en el sistema, velando por cumplir los objetivos de liquidez y seguridad del mercado.



El asesor, Nomad, tendrá potestad para influir en los requerimientos a las empresas, siempre a con el fin de asegurar un correcto desarrollo de la empresa en el mercado, una liquidez suficiente y el adecuado cumplimiento normativo. De este modo, el Nomad podrá influir por ejemplo en la cantidad mínima exigible de “free float” (nunca inferior al 10%).

Siguiendo con las políticas de bajas barreras de entrada, el regulador no establece límites para la capitalización, asuntos de gobierno corporativo o distribución accionarial ni requisitos financieros especiales. En todos los casos anteriores, la figura del Nomad seguirá siendo fundamental, por lo que será este quien asesore o exija a la empresa unos requisitos u otros en función de sus características.

Una vez en cotización, los requisitos también son menores que en otras plazas europeas. Los informes de gestión pueden entregarse de manera semestral, solo deberán presentar los estados financieros a final de año y las variaciones de capital o accionariales no deberán ser notificadas.

Siguiendo el modelo de tres pilares implantado en el mercado británico, el regulador italiano ha tomado y sigue tomando medidas para proteger y fomentar la inversión. El mercado cuenta con una extensa lista de inversores institucionales y corporativos especializados en empresas de mediana capitalización que se encargan de proporcionar liquidez al mercado y dar mayor visibilidad internacional a este tipo de empresas. En este sentido, el grado de especialización en el sector industrial es muy favorable para el desarrollo de un ecosistema inversor especializado, que actué como catalizador y proporcione una base estable de liquidez al mercado.

9.3 Euronext Growth.

El Euronext Growth es el mercado de capitales paneuropeo para pequeñas y medianas empresas. Su objetivo por tanto es ofrecer una alternativa de financiación a las empresas que por su tamaño no puedan acceder a los mercados de capitales tradicionales.



Euronext Growth no es un mercado regulado, sino un sistema multilateral de negociación. Las características principales de este mercado son muy parecidas a las del mercado principal, el Euronext, pero con mayor liquidez para las medianas empresas.

A fin de mejorar el funcionamiento del mercado, Euronext Growth se divide a su vez en submercados que faciliten una identificación más directa de las empresas y que puedan dar respuesta a sus necesidades específicas. Así pues, se crea Euronext Access como un mercado sencillo con requisitos asumibles por pequeñas empresas, Euronext Growth para empresas de rápido crecimiento.

Un punto en común con sus homónimos europeos es la gran importancia que se le otorga al, en este caso denominado, “*partner*”. Éste, generalmente un banco de inversión que actúa como asesor autorizado por Euronext, deberá asesorar a la compañía tanto antes de entrar en el mercado como una vez en cotización. Se asegurará del correcto cumplimiento normativo, de estar al tanto de los hechos relevantes y de informar anualmente al regulador sobre los cambios que se han producido y las decisiones a futuro.

Al igual que el mercado Italiano, el Euronext Growth busca facilitar el acceso al mercado de nuevas empresas, relajando los trámites necesarios en comparación con el mercado principal Euronext. Los requisitos son indudablemente menores, sin llegar al grado de aplicación del mercado Italiano; es obligatorio tener toda la documentación correctamente presentada y aprobada por los organismos pertinentes antes de cotizar.

Si fuera necesario para el correcto funcionamiento del mercado, se le asignará un proveedor específico de liquidez para determinadas compañías. Este proveedor deberá estar aprobado por el regulador y se encargará de garantizar la liquidez mínima adecuada para cada tipo de empresa.

Los requisitos establecidos para entrar a cotizar son muy asumibles por casi cualquier tipo de compañía. El free float mínimo varía según el índice seleccionado, no habiendo exigencia mínima en el caso de Euronext Access y con un flotante mínimo de 2,5 millones de euros en el caso de Euronext Growth. Deben presentarse las cuentas de los dos últimos ejercicios, pero solo en Euronext Growth es obligatorio que estén auditadas. Como se describe con anterioridad, el “*partner*” y sus recomendaciones tienen una importancia capital en todo el proceso en todas las empresas.



Una vez en cotización, las compañías deberán presentar los informes financieros anuales auditados y los estados financieros de manera semestral. En el caso de Euronext Access solo se presentará el informe financiero anual de acuerdo a las normas locales. En cualquier caso, deberá comunicarse al regulador cualquier información sensible relativa a los precios, información privilegiada o sensible...

Cabe mencionar al hablar de este mercado, las medidas que se están implementando a fin de conseguir un mercado más eficiente y más atractivo para potenciales empresas e inversores. En el apartado de la liquidez, factor capital en este tipo de mercados, Euronext trata de implementar mejoras que faciliten la eficiente fijación de precios y un mayor atractivo para inversores y empresas. Para ello, han ampliado a dos los periodos de fijación de precios para las empresas que coticen por fixing, han desarrollado un sistema de fijación de precios aleatorios para la apertura y el cierre de cada sesión e implementado un sistema para mejorar las transacciones por bloques de acciones.

9.4 Comparativa.

En primer lugar, todos los mercados tienen fortalezas y debilidades, por lo que no podemos afirmar con rotundidad que uno prevalezca sobre el resto en todos los aspectos. Aun siendo el mercado británico el más importante y eficiente, la especialización y la sencillez del mercado italiano son fortalezas clave y el carácter europeo del Euronext lo hace muy atractivo.

En segundo lugar, los mercados para pequeñas y medianas empresas mundiales comparten características muy similares, basándose en una estructura y pilares fundamentales aceptados por todos. En este sentido, los mercados menos desarrollados deberán implementar esta serie de medidas o una versión mejorada de las mismas para alcanzar sus objetivos.

En este sentido, los mercados nacionales especializados en empresas de mediana capitalización tendrán que adecuarse a las exigencias del mercado para ser atractivos. Los factores clave de sus competidores, como puede ser el tamaño en unos casos, o la simplicidad en otros, no son objetivos que se consigan en el corto plazo. Sin embargo, el análisis del proceso llevado a cabo por dichos mercados puede dar las pautas a seguir para alcanzar estos objetivos.

Un factor clave común en todos los mercados líderes es la existencia de un ecosistema de profesionales especializados en este tipo de compañías. Desde asesores a brokers pasando por proveedores de liquidez. La casuística especial de este tipo de empresas necesita de un grado de especialización mayor y una flexibilidad controlada a sus circunstancias particulares.

Por último, y debido a la gran cantidad de factores que pueden influir en una empresa de reducido tamaño para comenzar a cotizar, el análisis cualitativo es fundamental. Las características de este tipo de mercado son bastante

diferentes entre sí, más allá de los factores cuantitativos como su número de empresas o su capitalización. Será crítico que las empresas seleccionen el mercado a cotizar según su grado de adecuación al funcionamiento del mercado y los requisitos y costes en todo el proceso.

	AIM London (£m)	AIM Italia (€m)	Euronext (€m)
Número de compañías	1074	88	134
Capitalización	106.340	4900	10.450,94
IPOs 2017	80	18	32
Creación	1995	2012	2005

Fuente: Elaboración propia.

En lo que se refiere a la capitalización de los dos mercados alternativos principales de comparativa de este trabajo, como son el Alternative Investment Market, AIM Italia y el MaB, observamos como su peso relativo en el conjunto del PIB es muy dispar. En el caso británico, su contribución es razonablemente significativa y podemos decir, que recoge bastante bien el sesgo médium – small cap que dicho mercado pretende abarcar al igual que pasa en el caso del mercado italiano ocurre algo parecido. Por su parte, el mercado español es bien diferente en este sentido. Su contribución al PIB español es muy pequeño, ya que el número de empresas cotizadas en el mismo queda muy alejado de la idea con la cual fue concebido.

INDICE	CAPITALIZACION/PIB
FTSE ALL SHARE	2,926%
MAB ALL SHARE	0,037%
AIM ITALIA	1,459%

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos de Bloomberg .

Tras el análisis previo del MAB desde un punto de vista más teórico tratando aspectos como su estructura jurídica, fiscalidad, modelo de mercado, etc. Es el momento de centrarse en aspectos más prácticos del mercado en sí como su rendimiento en los últimos y las posibilidades de expansión que podría tener como generador de alternativas de inversión y diversificación.

Este análisis empírico del mercado se ha realizado siguiendo varios pasos. En primer lugar, para estudiar la evolución histórica tanto en términos de rentabilidad como de otros parámetros se han construido dos índices generalistas: uno ponderado por capitalización y otro equiponderado. Esto ha sido necesario ya que pese a existir ya dos índices del Mercado Alternativo (MaB All Share y MaB 15) las cotizaciones que ofrecen son muy recientes (solo desde el inicio de la cotización de los mismos, el 1 de junio de 2017) y el mercado no ha considerado necesario publicar datos anteriores a dicho momento.

Las principales conclusiones de este primer estudio han mostrado un pobre rendimiento del alternativo español ya no solo frente al Ibex35 (índice de referencia de la bolsa española) sino a diferentes mercados alternativos europeos (Alternext, AIM y AIM Italia). No obstante, estos resultados serán comentados con mayor grado de detalle ulteriormente.

El segundo paso ha sido construir un índice propio en base a criterios *smart beta* que pudiera ser replicado por un ETF o que pudiera ser incluido como herramienta de diversificación en diferentes estrategias de gestión de carteras con interesantes resultados que nos demuestran que el MAB es un mercado con enorme potencial tanto como escaparate y alternativa de financiación para empresas como herramienta para obtener mayores rentabilidades y diversificar riesgos para los inversores.

10. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL MAB: INDICES DEL MERCADO

Recientemente, Bolsas y Mercados Españoles, ha comenzado a publicar dos índices que tienen como subyacente el Mercado Alternativo Bursátil. Un primer índice que incluye todas las compañías del segmento de empresas en expansión ponderadas por capitalización: MaB All Share. El segundo índice está conformado por las 15 empresas con mayor liquidez del mercado ordenadas por capitalización, es el MaB 15. Sendos índices están contruidos a imagen y semejanza del principal índice de todos los que elabora BME, el Ibex35. Estos índices se hacían necesarios, pues el alternativo español era de los pocos mercados de su categoría que todavía no contaba con índices de referencia, haciendo estos posible monitorizar la evolución del MaB.

Se ha tomado la decisión de crear un índice Mab10, fundamentalmente porque, los índices existentes hasta la fecha creados por BME no tienen suficiente track record. Esto se debe a que solo existen datos desde el 1 de junio

de 2017 y por lo tanto, una muestra de datos tan pequeña, no puede servir de base para la toma de decisiones significativas.

Como se ha comentado previamente, para valorar el rendimiento que ha tenido históricamente el MAB y poder extraer conclusiones, en esta parte del estudio del Mercado Alternativo Español se han creado dos índices del mercado. Estos índices se componen de las 10 compañías que más capitalizan del mercado. El primer índice es el MaB10 ponderado por capital, que como su nombre indica, pondera las compañías dentro de sí en función de su capitalización. A mayor capitalización mayor peso en el índice. El segundo índice es el MaB10 equiponderado, en que todas las compañías componen el índice en idéntica proporción sin tener en cuenta otro tipo de criterios, estando los dos índices ajustados por dividendos y ampliaciones de capital.

Para la construcción de ambos selectivos se han tomado datos de las compañías cotizadas en el MAB en el periodo que media entre el 28/05/2015 y el 30/04/2018 ambos inclusive.

10.1 MaB 10 ponderado por capitalización

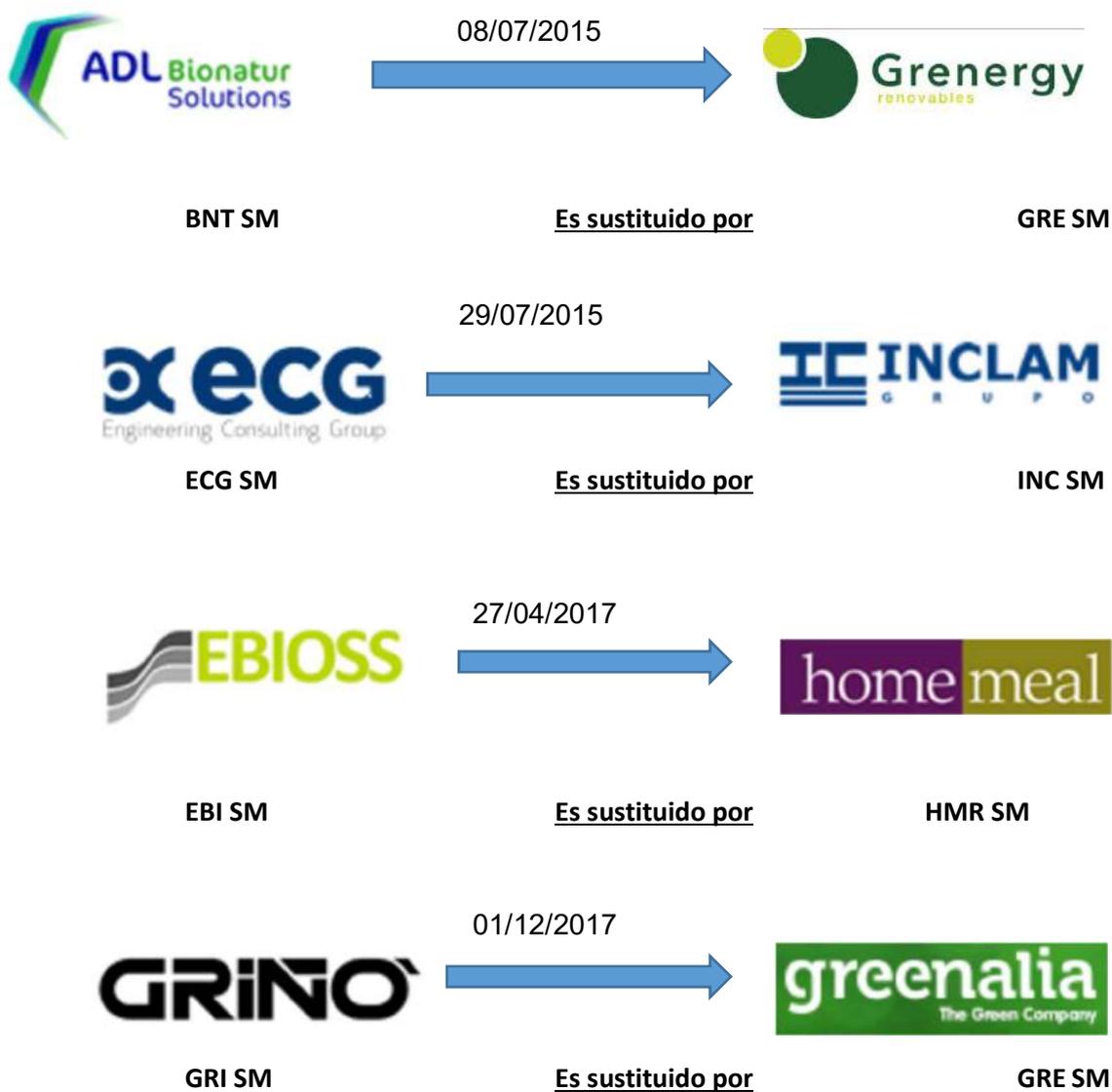
El índice MaB 10 ponderado por capitalización está construido a partir de los precios y capitalización de las 10 compañías que más capitalización tenían en todo el Mercado en la fecha de origen (28/05/2015). Dicha fecha es también la que se toma como base del índice asignándole un valor de partida de mil puntos. Las entradas y salidas de valores del índice se han hecho en base al criterio de capitalización a fin de que siempre estuvieran en el índice las 10 compañías con mayor capitalización en cada momento.

Los componentes iniciales del índice fueron los siguientes valores:

AÑO 2015		
 InKemia IKM SM Equity	 ADL Bionatur Solutions BNT SM Equity	 Carbures CAR SM Equity
 Altia ALC SM Equity	 secuoya GRUPO DE COMUNICACIÓN SEC SM Equity	 GRINO GRI SM Equity
 EBIOSS EBI SM Equity	 M medcomtech Innovation. Technology. Service MED SM Equity	 ecg Engineering Consulting Group ECG SM Equity
 euroña EWT SM Equity		

Fuente: Elaboración propia.

Durante el periodo observado se produjeron las siguientes salidas y entradas de valores:



Al final del periodo los integrantes del índice son los siguientes valores:
La fórmula de cálculo del índice es la que sigue:

AÑO 2018		
 IKM SM Equity	 GRE SM Equity	 CAR SM Equity
 ALC SM Equity	 SEC SM Equity	 GRN SM
 INC SM Equity	 MED SM Equity	 HMR SM Equity
 EWT SM Equity		

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede ver en el gráfico adjunto (*figura 1*) el rendimiento del índice en el periodo de referencia ha sido negativo pasando de un valor inicial de 1.000 puntos a un valor final de 795,47. Es decir, una rentabilidad negativa del -22,88% y una volatilidad de 11,38%. Lo que muestra una tendencia general bajista del Mercado Alternativo Español. Si bien es cierto que ha habido valores en este mercado que han alcanzado considerables rentabilidades esta no ha sido la tónica general. Estas rentabilidades anómalas pueden deberse en parte a la escasez de liquidez crónica del MaB ya que en muchos valores una pequeña operación puede producir oscilaciones significativas en los precios.

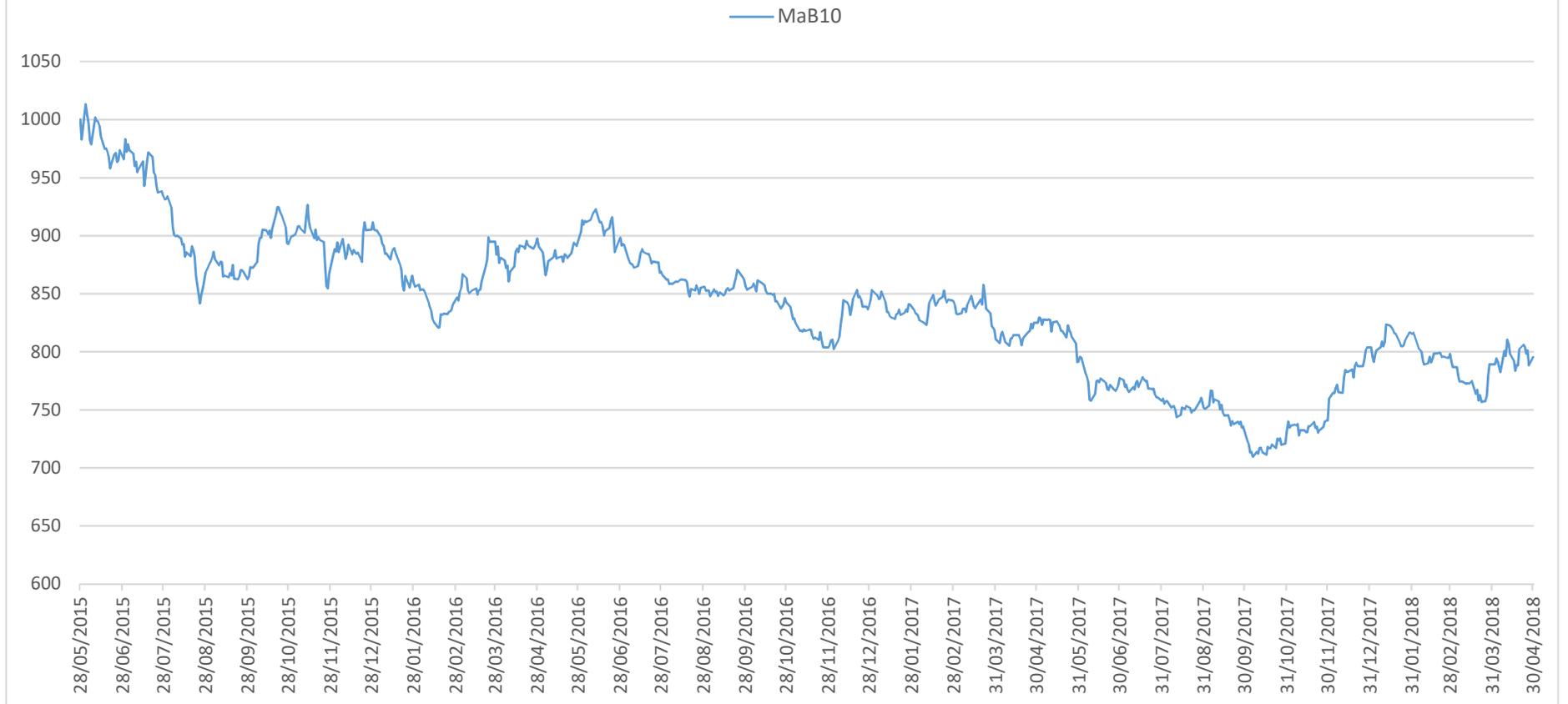
10.2 MaB 10 equiponderado

Al igual que el MaB 10 ponderado por capitalización (*figura 2*) está compuesto por los 10 valores que más capitalizan del Mercado Alternativo Bursátil pero dentro del índice dichos valores no ponderan de forma diferente, sino que todos lo hacen la misma proporción.

En el caso del índice del MaB equiponderado, la rentabilidad obtenida a lo largo del periodo es de -17,99%, siendo la volatilidad 10,98%.

Esto, nos sugiere que el comportamiento de las empresas del MaB de menor capitalización han tenido un comportamiento mejor que las de mayor capitalización.

Índice MaB10 ponderado por capitalización



Fuente: Elaboración propia

Índice MaB10 Equiponderado



Fuente: Elaboración propia

Mercados Alternativos en el resto de Europa:

En el siguiente apartado, se comparará el índice MaB10 y su relación con el índice principal español, con su principal homólogo europeo, el AIM británico. En el caso del otro reconocido índice alternativo europeo, como es el Alternext francés, a pesar de haberlo tenido en cuenta durante el desarrollo de la parte teórica de este trabajo, se ha decidido descartarlo para el desarrollo de la parte práctica. Puesto que, tras el transcurso de los años, ha acabado siendo más un índice alternativo del conjunto de Europa que propiamente del mercado francés.

En primer lugar, para poner en contexto ambos índices, vamos a graficar cada uno de ellos con su principal índice de referencia.

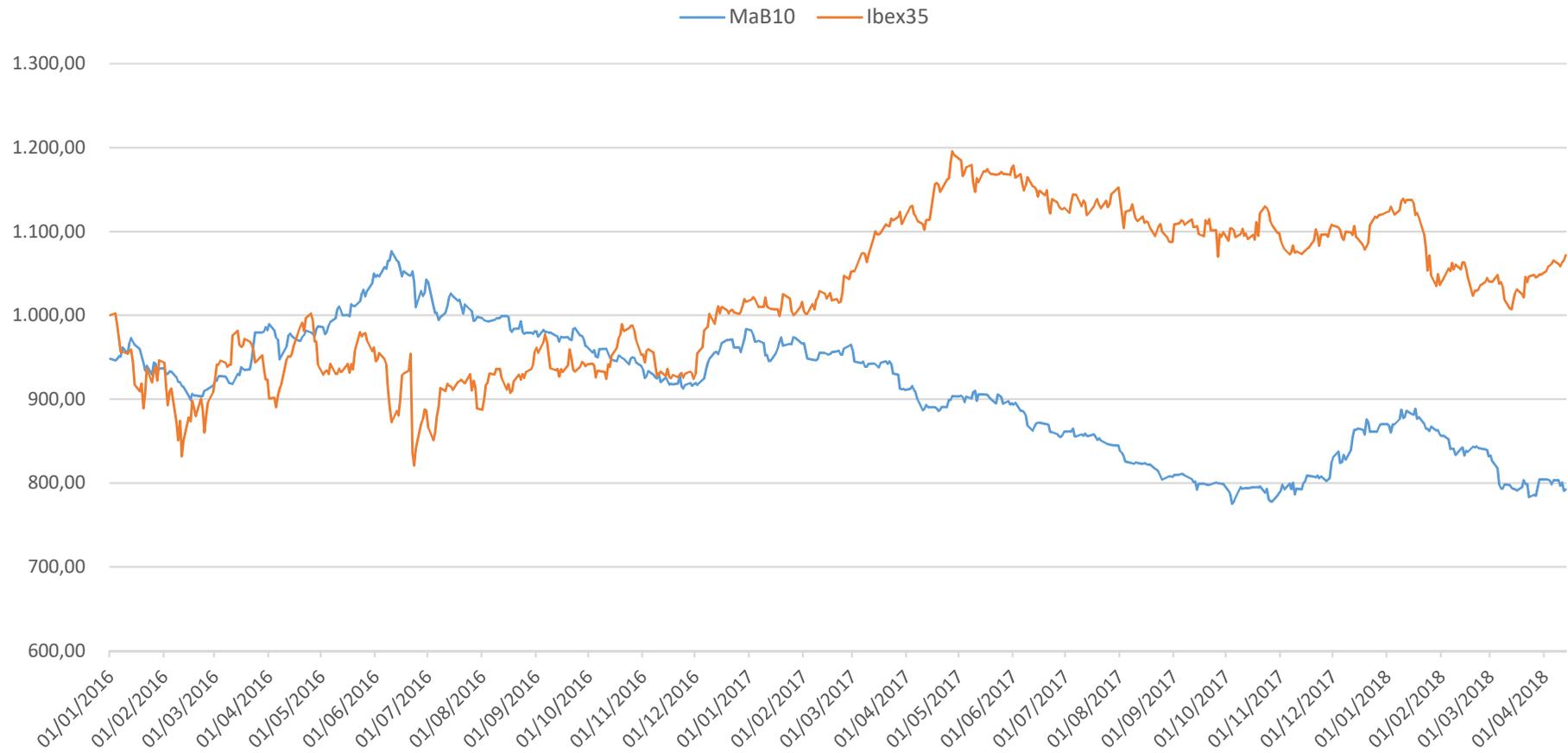
Para su correcta comparación, ambas series se han ajustado a base 1000 en el inicio de la serie histórica analizada.

En el caso del mercado británico, como se puede observar el gráfico, parece evidente haber una correlación positiva entre ambos mercados. Sin embargo, al observar el comportamiento del mercado español, esta correlación no parece tan evidente, pudiendo llegar a pensar que en algunos momentos la correlación fuera negativa.

Para poder afirmar esto, es necesario un estudio cuantitativo sobre dichas variables, el cual se mostrará posteriormente.

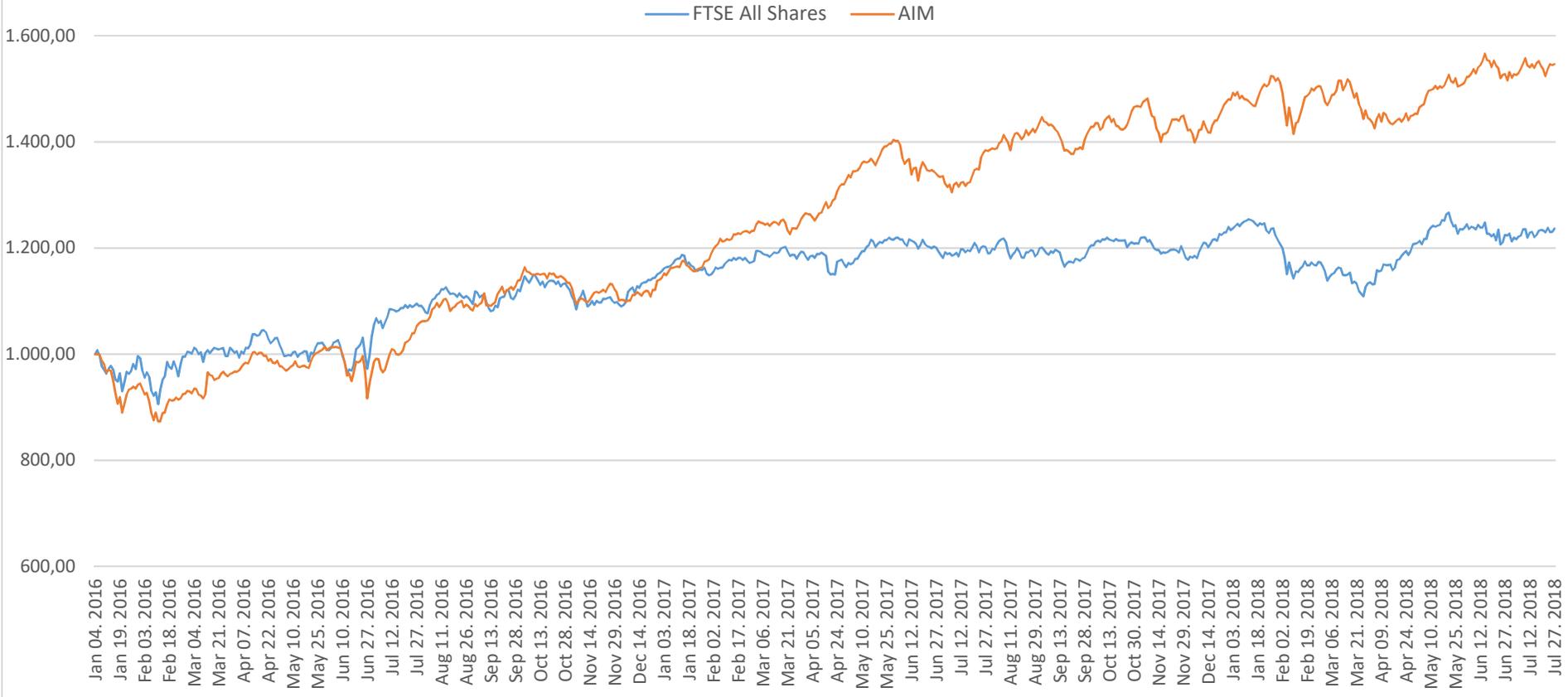
Otro aspecto destacable de ambos gráficos, es que mientras en el AIM la rentabilidad es significativamente superior a la del *FTSE All Shares*, no ocurre lo mismo en el caso del colectivo español, donde la rentabilidad del índice alternativo es significativamente inferior a la del Ibex35, llegando está a ser negativa al final del periodo.

MaB10 (PpC) vs Ibex35



Fuente: Elaboración propia

AIM vs FTSE All Shares



Fuente: Elaboración propia

A continuación, se ha desarrollado un estudio de los principales ratios financieros aplicados al AIM así como al MaB10. De esta forma, se podrá realizar un análisis objetivo de ambos mercados.

MaB10			
Ratios		Datos	
Max <i>Drawdown</i>	301,22	Rentabilidad	-17,93%
Max <i>Drawdown</i> %	31,77%	Volatilidad	10,44%
Nº Días Recuperación	-	Risk Free	0%
Asimetría	-0,2366	<i>Downside Risk</i>	7,56%
CURTOSIS	1,8802	<i>Drawdown1</i>	7,61%
Ratio Sharpe	-1,7170	<i>Drawdown2</i>	31,77%
Ratio de Sortino	-2,3714	<i>Drawdown3</i>	11,89%
Ratio de Sterling	-0,6621	Average Largest DD	17,09%
Coef. de Correlación	0,0100		

Fuente: Elaboración propia

AIM			
Ratios		Datos	
Max Drawdown	127,02	Rentabilidad	43,60%
Max Drawdown %	12,70%	Volatilidad	12,72%
Nº Días de Recuperación	41 sesiones	Risk Free	0%
Asimetría	-0,6687	Downside Risk	10,21%
CURTOSIS	5,6156	Drawdown1	12,70%
Ratio Sharpe	3,4275	Drawdown2	9,61%
Ratio de Sortino	4,2709	Drawdown3	7,06%
Ratio de Sterling	2,2032	Average Largest DD	9,79%
Coef. De Correlación	0,6433		

Fuente: Elaboración propia

Como se puede observar a la vista de los ratios calculados, a pesar de que el AIM, en un primer análisis tiene una ligera mayor volatilidad, en el resto de los ratios analizados se comprueba que el AIM es estrictamente superior al MaB10.

En lo que respecta a rentabilidad, se aprecia una diferencia significativa. Mientras el Mercado Alternativo Bursátil ha obtenido una rentabilidad negativa cercana al -18%, su contraparte británica ha obtenido una rentabilidad del 43,60%, un 61,60% más.

En una situación coyuntural en la que ambas economías están en pleno crecimiento, y partiendo de la premisa que las *small caps* es la tipología de empresa que mayor crecimiento ha experimentado en los mercados en estos años, nos sugiere que, a diferencia del AIM, el MaB no refleja el comportamiento de las *small caps* españolas.

Otro dato relevante muy relevante para medir el riesgo que unos potenciales inversores deberían tener en cuenta antes de invertir en cualquiera de estos dos mercados, se trata de la máxima caída histórica. En el caso del AIM, es 2,5 veces inferior que en el mercado doméstico. Dicho dato, que en principio podría representar menor riesgo para el inversor que decide

posicionarse en el mercado británico, se apoya en una recuperación de dicha caída de 41 sesiones. Por su parte, el MaB10, no consigue recuperarla.

En lo respectivo a la asimetría y curtosis de ambos índices. Vemos como ambas distribuciones presentan una ligera asimetría negativa, es decir, existe más valores a la derecha de la media. Sin embargo, se puede apreciar que, tras el estudio de la curtosis, el AIM presenta una distribución leptocúrtica, es decir, una mayor concentración de valores alrededor de la media; mientras que el MaB10 ocurre el caso contrario. Se trata de una distribución platocúrtica, lo que implica mayor dispersión de los datos analizados respecto de la media.

Finalmente analizando la rentabilidad obtenida por cada unidad de riesgo asumida, con ratios como Sharpe, Sortino o Sterling, se puede afirmar que el AIM, presenta una mejor combinación del binomio rentabilidad-riesgo.

11. CONSTRUCCION DE INDICE SMART BETA 20

Se ha tomado la decisión de crear un índice Smart Beta, ya que los índices generales del mercado (tanto los creados por BME como los previamente desarrollados) tal y como ha quedado demostrado, tienen un comportamiento muy pobre comparado tanto con IBEX35 como con otros mercados alternativos extranjeros, se ha tomado la decisión de crear un índice que sigue una estrategia del tipo *Smart Beta* basada en un criterio de *momentum*.

Podemos definir una estrategia Smart Beta como una inversión basada en factores, diseñadas para capturar las fuentes generadoras de rentabilidad aprovechando las perspectivas económicas, la diversificación y una ejecución eficiente de las transacciones. Generalmente, este tipo de estrategias analizan diferentes factores buscando esencialmente un rendimiento superior al del índice de referencia principal.

En concreto, la estrategia que seguirá el índice Smart Beta en este caso, consiste en incluir en el índice los 20 valores del MaB que mejor rendimiento han tenido en el año previo.

El índice toma base 1000 y pondera los valores en función de su capitalización.

Es muy importante destacar, que la creación de dicho índice, podría servir como subyacente de un potencial ETF que ofrecería dinamismo, liquidez al mercado y potencialmente representa un activo interesante a incluir en carteras con foco España como estudiaremos en apartados posteriores. Otro de los puntos clave de este ETF, sería su facilidad de réplica, ya que solo sería necesario un rebalanceo de la cartera de forma anual, eliminando muchos costes. Además, el hecho de replicar el índice de forma física, elimina riesgos

adicionales como pudieran ser los de contrapartida en el caso del swap en un ETF sintético.

En definitiva, dicho ETF contribuiría al desarrollo del mercado alternativo español en su conjunto.

Para la selección para las empresas que componen el Smart Beta MaB 20 Index, como se ha mencionado anteriormente, seleccionamos para el año siguiente, las empresas que mejor desempeño hayan tenido en cuanto a rentabilidad el año inmediatamente anterior, de tal forma que las empresas seleccionadas para el año 2016, son las que mayor rentabilidad han obtenido en el 2015.

El motivo fundamental, para la elección del criterio responde a la siguiente reflexión. Las empresas que mejor desempeño tienen un año, serán vistas por muchos inversores como un potencial atractivo para el siguiente año y de esta forma se podrá obtener un índice sobre el que poder invertir con mayor atractivo.

Siguiendo el criterio mencionado anteriormente, la composición del índice queda de la siguiente forma:

AÑO 2016		
 inkemia IKM SM Equity	 zinkia™ ZNK SM Equity	 Imaginarium IMG SM Equity
 altia ALC SM Equity	 AB-BIOTICS ABB SM Equity	 GRINO GRI SM Equity
 cerbium CRB SM Equity	 CommCenter CMM SM Equity	 VOUSSE <small>Cop</small> VOU SM Equity
 EBIOSS EBI SM Equity	 medcomtech <small>Innovation. Technology. Service</small> MED SM Equity	 catenon <small>web smart search</small> <small>ONE PLANET ONE SERVICE</small> COM SM Equity
 αecg <small>Engineering Consulting Group</small> ECG SM Equity	 secuoya <small>GRUPO DE COMUNICACIÓN</small> SEC SM Equity	 φFacePhi <small>Beyond Biometrics</small> FACE SM Equity
 eurospes <small>CENTRO DE INVESTIGACIÓN BIOMÉDICA</small> EEP SM Equity	 BEARINGS EUROPE NBI NBI SM Equity	 NEURON BIO NEU SM Equity
 eurona EWT SM Equity		 home meal HMR SM Equity

Fuente: Elaboración propia.

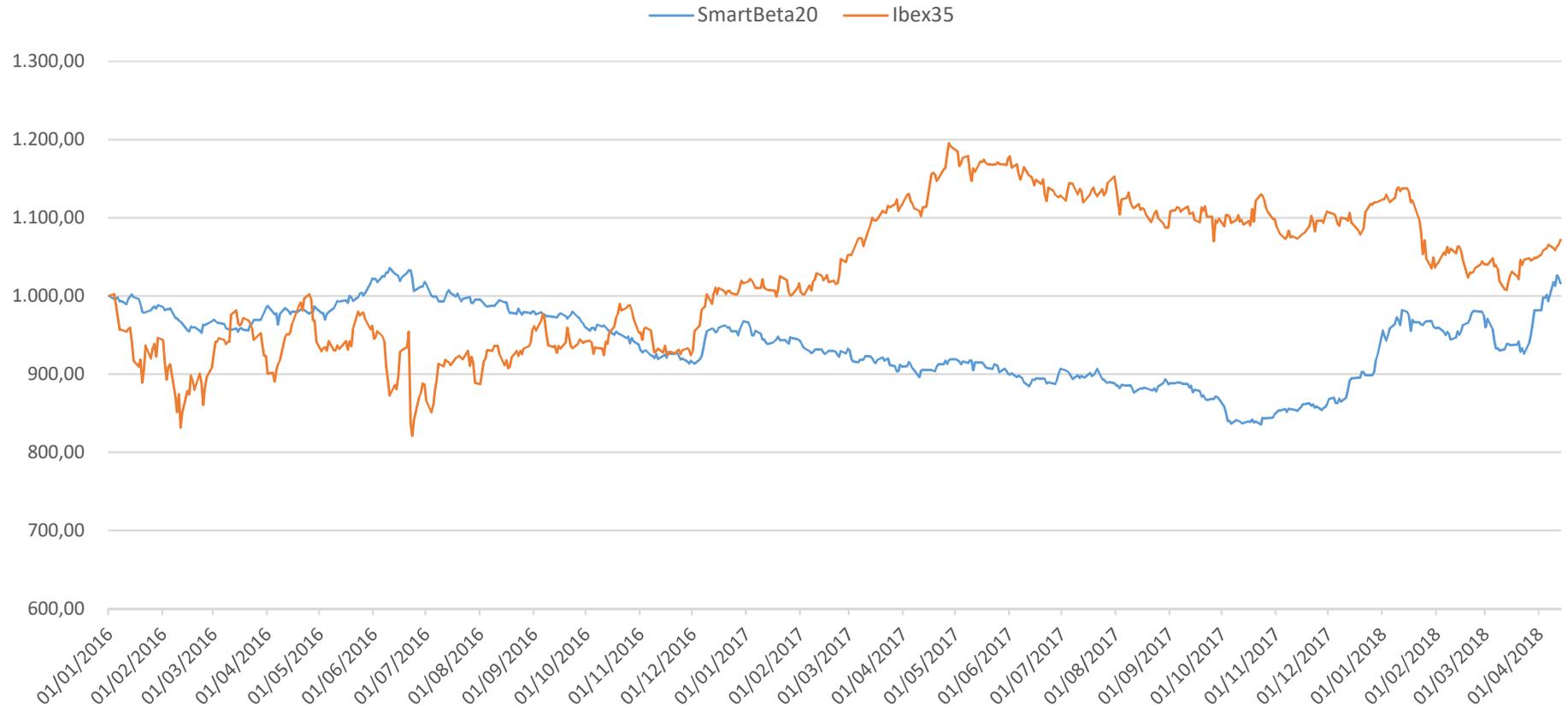
AÑO 2017		
 TQT SM Equity	 INC SM Equity	 EWT SM Equity
 IKM SM Equity	 NBI SM Equity	 GRE SM Equity
 ALC SM Equity	 SM Equity GIGA	 ABB SM Equity
 CRB SM Equity	 ZNK SM Equity	 NEOL SM Equity
 ECG SM Equity	 AGIL SM Equity	 BNT SM Equity
 FACE SM Equity	 CMM SM Equity	 SEC SM Equity
 HMR SM Equity		 EEP SM Equity

Fuente: Elaboración propia

AÑO 2018		
 ATRY SM Equity	 INC SM Equity	 SEC SM Equity
 COM SM Equity	 LLN SM Equity	 BNT SM Equity
 CLE SM Equity	 NBI SM Equity	 CMM SM Equity
 ELZINC Corp	 ABB SM Equity	 CAR SM Equity
 EEP SM Equity	 IKM SM Equity	 VOU SM Equity
 FACE SM Equity	 HMR SM Equity	 GRE SM Equity
 GIGA SM Equity		 ALC SM Equity

Fuente: Elaboración propia.

SmartBeta20 vs Ibex35



Fuente: Elaboración propia

Comparando en esta ocasión el índice creado Smart Beta MaB 20, podemos observar a la vista de la gráfica el mejor comportamiento del índice alternativo respecto de los índices comentados con anterioridad. Desde la rentabilidad que acaba en positivo en la serie histórica seleccionada, como en lo que se refiere a los ratios financieros que adjuntamos a continuación:

Smart Beta20			
Ratios		Datos	
Max Drawdown	200,39	Rentabilidad	1,59%
Max Drawdown %	19,35%	Volatilidad	8,63%
Nº Días recuperación	-	Risk Free	0%
Asimetría	0,5424	Downside Risk	5,37%
CURTOSIS	3,5514	Drawdown1	16,79%
Sharpe	0,1839	Drawdown2	19,35%
Sortino	0,2955	Drawdown3	5,71%
Sterling	0,0663	Average Largest DD	13,95%
Coef de correl	0,0094		

Fuente: Elaboración propia

La rentabilidad de la serie histórica estudiada, es del 1,59% mejorando sustancialmente el índice MaB10. Por su parte, tenemos una menor volatilidad y mejoramos también el binomio rentabilidad-riesgo expresado mediante el ratio Sharpe.

Por su parte, resulta interesante la comparación directa entre el Índice Smart Beta 20 y el principal índice del mercado español como es el Ibex 35. Como podemos observar a la vista de las tablas, el Ibex 35 obtiene una mayor rentabilidad en el periodo de estudio, aunque la volatilidad en el caso del Smart Beta 20 es significativamente menor. Uniendo el binomio rentabilidad riesgo a través del ratio Sharpe, observamos que el Ibex35 tiene un mejor desempeño con un valor de 0,3541 frente al 0,1839 del Smart Beta.

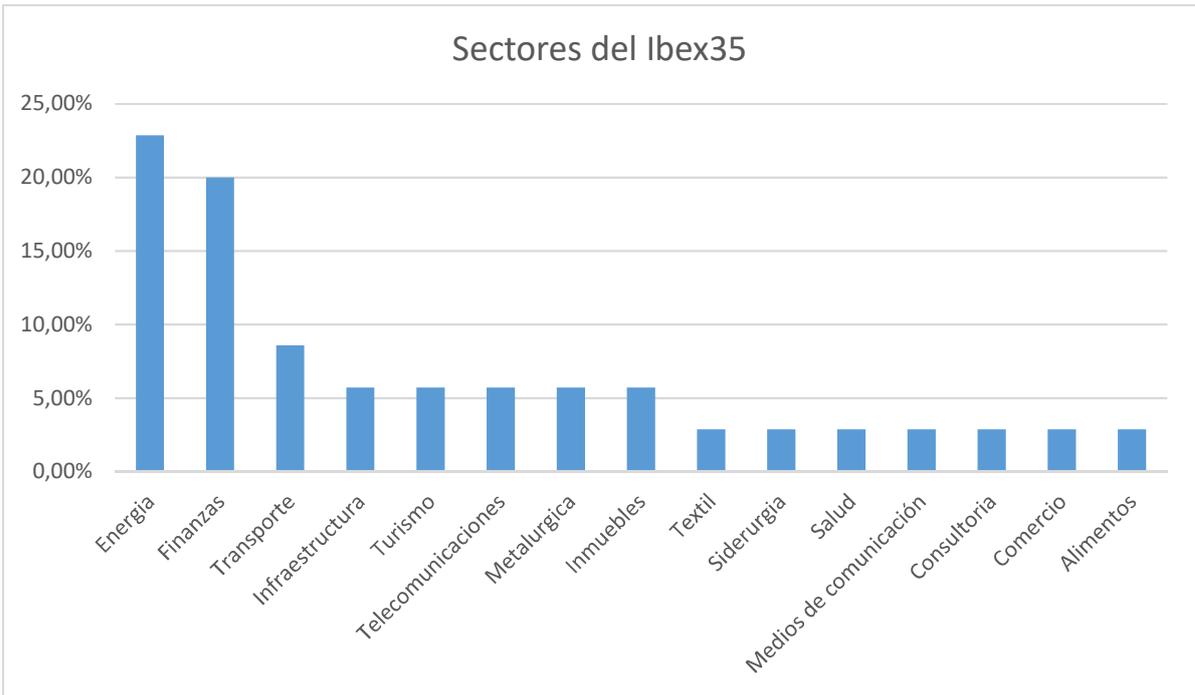
Si tomamos el Drawdown como un buen proxy del riesgo, ambos índices se comportan de una forma muy similar. Separando esta diferencia en tan solo un 0,5% a favor del Ibex35. Sin embargo, observando los 3 máximos

Drawdowns, el Ibex 35 es más recurrente en caídas en torno al 18%, siendo la media 17,913%; mientras que el Smart Beta 20 obtiene una media de 13,95%.

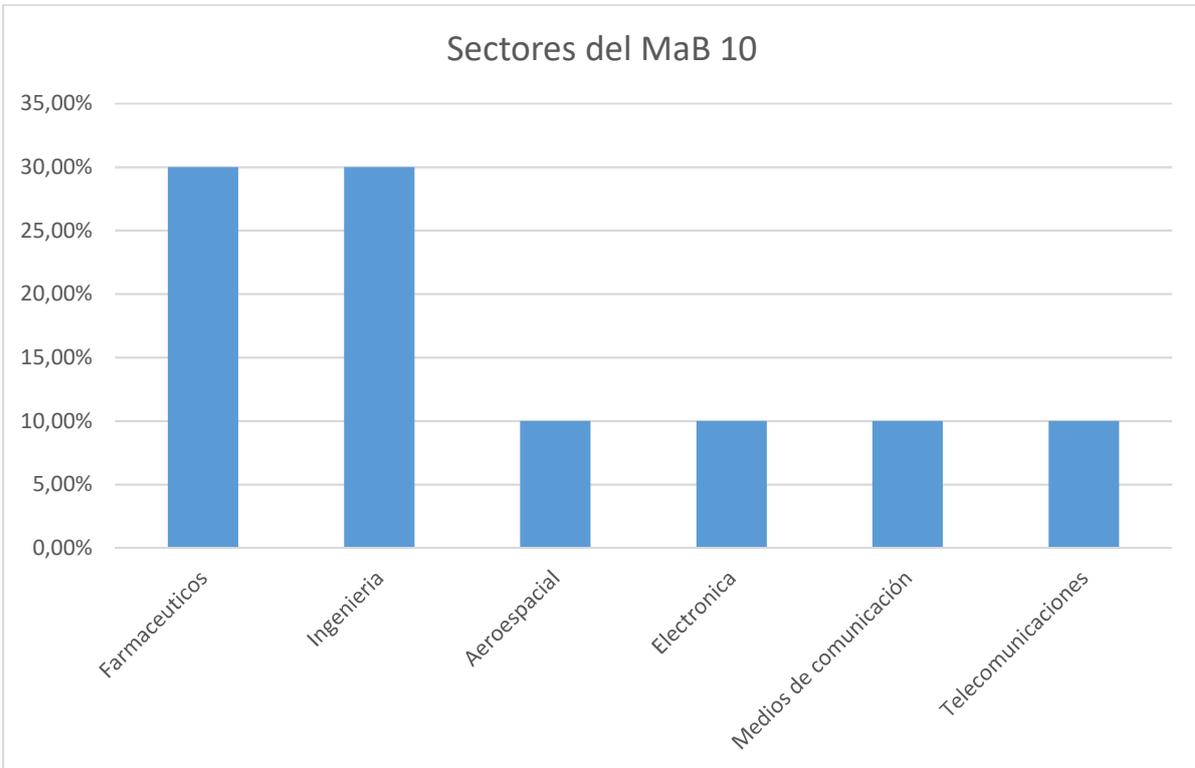
Ibex35			
Ratios		Datos	
Max Drawdown	188,38	Rentabilidad	6,92%
Max Drawdown %	18,838%	Volatilidad	19,543%
Nº recuperación	Días -	Risk Free	0%
Asimetría	-2,1346	Downside Risk	16,8224%
Kurtosis	22,6064	Drawdown1	16,825%
Sharpe	0,3541	Drawdown2	18,838%
Sortino	0,4114	Drawdown3	18,077%
Sterling	0,2479	Average Largest DD	17,913%

Fuente: Elaboración propia

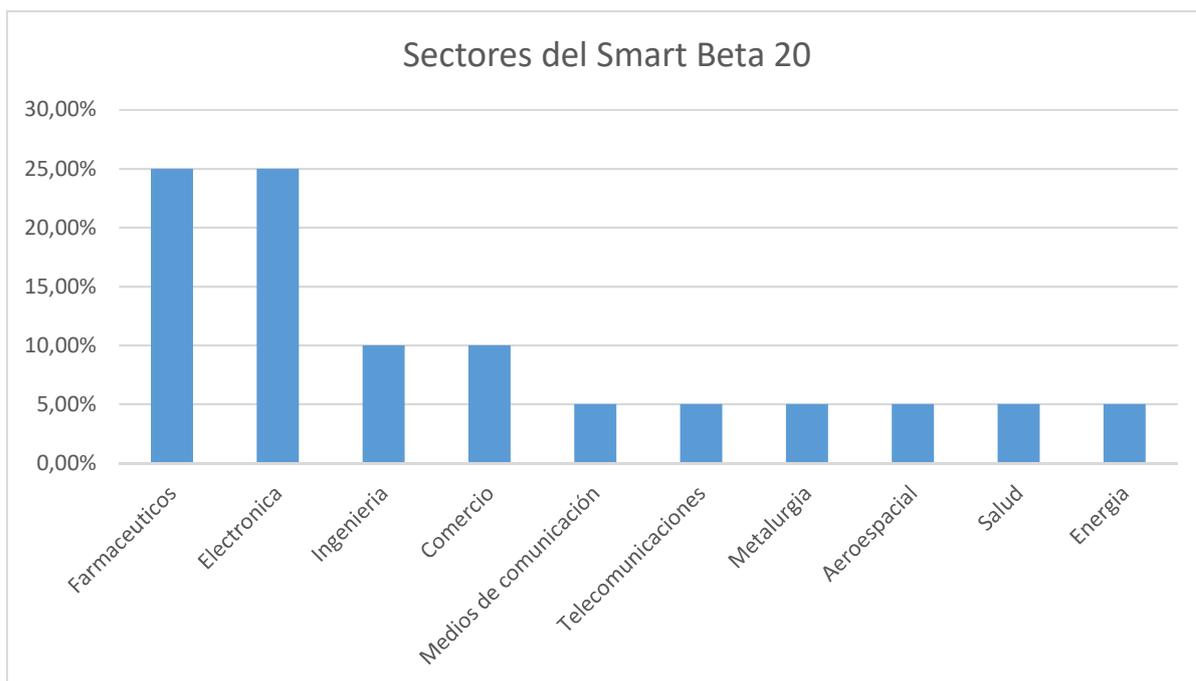
Realizando una comparación sectorial, entre los principales índices de la economía española estudiados, obtenemos un contraste claramente marcado. El Ibex 35 tiene un peso muy importante de sectores maduros como pueden ser el financiero o el de la energía. En contraposición los índices de MaB, poseen un sesgo hacia sectores más disruptivos en auge y con un gran potencial como es el caso de las farmacéuticas o la electrónica. A continuación, unos gráficos sectoriales para comprobar dichas comparaciones:



Fuente: Elaboración propia



Fuente: Elaboración propia



Fuente: Elaboración propia

Otro aspecto interesante del estudio, se trata del coeficiente de correlación entre el MaB y el Ibex35. Como veremos en el siguiente apartado, esto permite crear carteras eficientes con combinaciones distintas proporciones de los dos mercados españoles que mejoren el binomio rentabilidad-riesgo. Todo ello, usando como herramienta el Teorema de Markovitz

12. CREACIÓN DE CARTERA EFICIENTE DEL MERCADO ESPAÑOL

Como indica el teorema de Markovitz la combinación de varios activos en una cartera, puede generar sinergias entre los mismo, consiguiendo incrementar la rentabilidad por cada unidad de riesgo asumida.

De esta manera, partiendo del siguiente escenario base:

	Smart Beta MaB20	Ibex35
Volatilidad	8,63%	19,54%
Rentabilidad	1,59%	6,92%
Sharpe	0,1839	0,3541
Correlación	0,00940	

Fuente: Elaboración propia

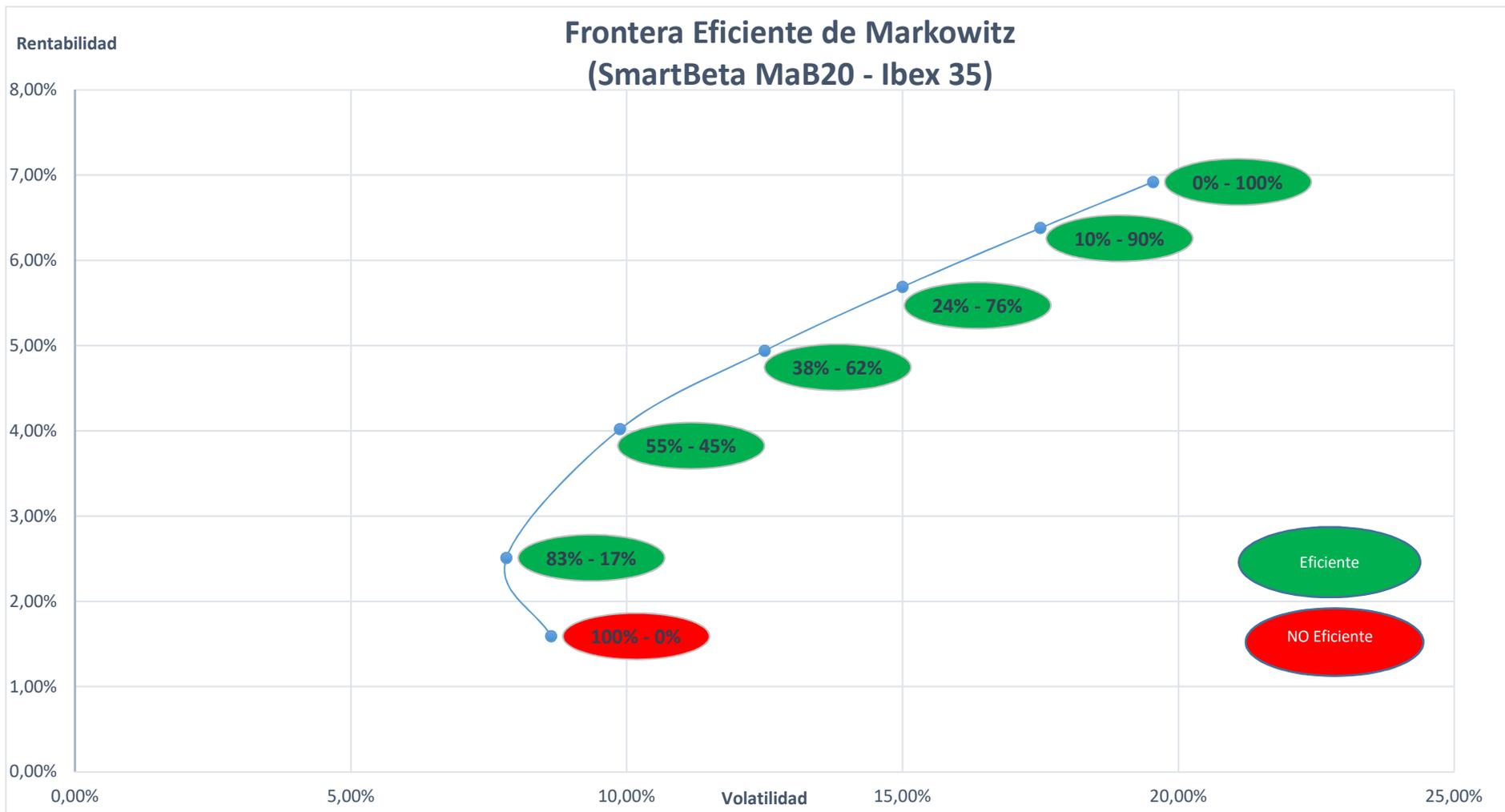
Existen diversas combinaciones de ambos activos que maximicen el ratio Sharpe.

Por ejemplo, mientras que una cartera que fuera 100% Smart Beta MaB20 tendría un Ratio Sharpe de 0,1839 y una cartera 100% Ibex35 tendría un ratio Sharpe de 0,3541. Una cartera que estuviera formada por un 55% Smart Beta MaB 20 y 45% Ibex35, tendría un ratio Sharpe de 0,407. Superior a los dos anteriores.

De esta manera, determinado la frontera eficiente de Markowitz a partir de seis distintas combinaciones (Ver figura X).

Cabe matizar que, pese a que el coeficiente de correlación entre el MaB 10 y el Ibex 35 también es prácticamente 0, no ha sido posible elaborar una frontera eficiente de Markowitz que mejore el binomio rentabilidad – riesgo. No existe ninguna combinación de MaB 10 que mejore la rentabilidad - riesgo de una cartera formada por IBEX 35

Este, es otro argumento más el cual justifica la creación del índice Smart Beta MaB20, y el posterior desarrollo de un ETF cuyo subyacente sea dicho índice para poder elaborar carteras de Ibex35 más eficientes.



Fuente: Elaboración propia. // Figura X

Tras analizar el comportamiento de los índices generales del mercado, se concluye que este ha sido bastante pobre. Ofreciendo todos una rentabilidad negativa con niveles de volatilidad considerablemente elevados. Esta situación contrasta con los resultados obtenidos por otros mercados alternativos durante el mismo periodo.

La introducción de criterios Smart Beta para la construcción de índices ha mejorado el comportamiento del MaB con respecto al Índice primario. No obstante, estos resultados siguen distando mucho de los obtenidos, como hemos comentado, por los otros mercados.

Pese a esto, resulta destacable el hecho de que al construir carteras que combinen esta estrategia con Ibex 35, se obtienen mejoras significativas en la relación rentabilidad – riesgo y revelándose así el MaB un instrumento útil para la confección de carteras más eficientes y robustas.

13. Conclusiones del estudio.

A lo largo del trabajo se ha analizado el MaB desde perspectivas muy diversas buscando ofrecer una visión lo más completa posible siguiendo ese esquema que se esbozaba en la introducción. El objetivo de este apartado no es otro que el reflexionar sobre lo tratado previamente. Parar en lo alto del camino para echar la vista atrás y poder valorar.

Valorar en primer lugar que panorama reviste el MaB en la actualidad y a que conclusiones hace llegar su fisonomía y circunstancia actual analizadas en este estudio. En segundo lugar, dichas conclusiones van a servir de base para la sugerencia de propuestas de mejora para el futuro del MaB.

Así pues, las conclusiones a las que se ha llegado han sido principalmente cuatro:

1. El MaB es de especial importancia para la economía española.
2. El Mercado Alternativo en España no ha cumplido las expectativas que en un principio había generado.
3. El rendimiento del MaB no ha sido especialmente positivo.
4. Es posible construir índices que sigan diversas estrategias (tipo Smart Beta) replicables por ETF y carteras que aporten mayor liquidez y volumen al mercado.

En cuanto a la primera conclusión, el MaB es un elemento importante para la economía española en el contexto estructural de excesiva bancarización de la economía con un elevadísimo porcentaje de financiación bancaria frente a

financiación de los mercados. Para cualquier economía desarrollada que quiera crecer en el futuro de manera sostenible y sostenida dotarse de la mayor variedad posible de fuentes de financiación asegurándose de que estén desarrolladas de forma adecuada es fundamental. La principal motivación de este razonamiento es que una menor dependencia de un reducido número de fuentes de financiación protege a la economía del impacto que supone una reducción drástica de los fondos que a través de ella se puedan captar. Una mayor diversidad de fuentes de financiación hace que las empresas desarrollen una estructura financiera más flexible, robusta y estable lo que las protege frente a las fluctuaciones del ciclo económico.

En línea con este argumento, el MaB, se revela como un agente de importancia estratégica para la economía española al ser la puerta de entrada potencial a los mercados de capitales para muchas empresas de mediana capitalización que, por sus características, no pueden captar capital a través de los medios convencionales. Empresas que pese a no tener un gran tamaño son, por su número, uno de los principales motores de la economía española en términos de producción y empleo.

En segundo lugar, la segunda conclusión a la que se ha llegado es que el MaB no ha cumplido con las expectativas iniciales en términos de desarrollo, volumen y tamaño del mercado. En un principio el MaB se proyectó como un mercado alternativo que debía atraer un elevado número de empresas en expansión que quisieran financiar su crecimiento a través de la captación de recursos propios. La realidad ha sido un mercado ilíquido con escaso volumen de negociación y un muy reducido número de empresas cotizadas. Si bien algunos segmentos han tenido mejor suerte (Sicav y Socimi) la realidad del MaB en su conjunto es que a día de hoy ha fracasado como mercado alternativo dinámico y eficiente. En este sentido los datos son demoledores sobretodo en la comparación con otros mercados alternativos. Como se ha visto anteriormente tanto en términos de proporción frente a PIB, capitalización total, número de empresas y volumen de negociación el MaB está muy claramente a la zaga de sus semejantes mediando entre ellos una brecha significativa.

En la anterior conclusión puede haber influido la siguiente y es que, como se ha demostrado, el rendimiento del MaB tanto per se cómo en comparación ha sido netamente inferior. Como ya se ha visto, el MaB ha sido inferior en prácticamente todos los análisis que se han aplicado. Estos resultados hacen que la inversión en MaB no sea especialmente atractiva para el inversor. Todos los mercados analizados (incluyendo además de otros alternativos el Ibex 35) muestran mejores números que el MaB lo que hace lógico que muchos inversores hayan preferido otros mercados para diversificar sus carteras antes de asumir los riesgos del MaB para no obtener rentabilidad.

Por otra parte, y aquí llega la última conclusión, se ha demostrado que es posible mejorar sustancialmente el rendimiento del MaB mediante la construcción de índices inteligentes que traten de explotar al máximo las posibilidades de generación de valor del mercado. Estos índices, sirviendo de

ejemplo el desarrollado en este estudio, pueden ser replicados por diferentes vehículos de inversión. De esta forma se podría hacer el MaB mucho más atractivo y accesible a los inversores lo que generaría mayor liquidez y negociación en el mercado. Este tipo de índices replicables por vehículos también serían una excelente vía de acceso al mercado para los inversores minoristas que quieran diversificar sus carteras incorporando MaB pero que no disponen de elevado capital para comprar una muestra significativa de acciones del mercado por sí mismos.

Estas conclusiones dan una clara imagen de la situación actual del MaB. Claro queda que no es una buena perspectiva, pero por otra parte también deja amplio margen para la mejora y los progresos. En la línea de las conclusiones obtenidas se han formulado una serie de propuestas que serán detalladas a continuación. Estas propuestas se articulan en dos ejes: propuestas de desarrollo de mercado y propuestas para fomentar la contribución al desarrollo económico.

Por lo que respecta a las propuestas cuyo objetivo es el desarrollo de mercado su objetivo principal es aumentar la liquidez y el volumen de negociación del MaB haciéndolo un mercado más dinámico. En este sentido está en primer lugar la idea ya desarrollada previamente de diseñar estrategias inteligentes que puedan responder a diferentes criterios de inversión. Como ya se ha explicado esto aportaría atractivo al mercado haciendo que los inversores puedan considerar distintas estrategias MaB como complemento a sus carteras (sirva de ejemplo la mostrada combinando Ibex35 con Smart Beta MaB 20) siendo así herramientas útiles de diversificación. En segundo lugar, sería interesante incentivar la creación de vehículos (ETF) que replicaran estas estrategias y las pusieran al alcance de los inversores. Estas dos medidas harían que el volumen de inversión en MaB creciera aportando la tan necesaria liquidez que el mercado requiere actualmente.

En cuanto a las propuestas encaminadas a una mayor contribución del MaB al desarrollo económico su objetivo es doble buscando por una parte hacer atractivo el MaB para que efectivamente pueda servir de nexo eficaz entre ahorradores y empresas y por otra parte haciendo que sea capaz de atraer inversión para poder financiar empresas en expansión de sectores punteros que son los que verdaderamente crean riqueza y valor añadido en el largo plazo.

La primera propuesta consiste en la creación de deducciones fiscales a la inversión en MaB. Actualmente solo hay unas pocas y dispersas deducciones autonómicas, pero no existen medidas coordinadas a nivel nacional. Un comienzo puede ser el ampliar a escala nacional las deducciones que ya existen en algunas comunidades autónomas. Por otra parte, también sería interesante que las deducciones no solo beneficiaran la inversión directa en empresas MaB sino también la deducción en vehículos de inversión que inviertan directamente en MaB o repliquen índices MaB. De esta forma no solo no se penalizaría la inversión vehicular, sino que además fomentaría esta vía de inversión. En este sentido, en otros países como Francia e Italia, el Legislador ha creado diferentes

vehículos de inversión en mercados alternativos desde diferentes enfoques. En Francia se centran en empresas de fuerte innovación por una parte y por otra los exitosos fondos de inversión regional, que son fondos temáticos que invierten en empresas de regiones francesas concretas. En Italia, por su parte, han apostado por vehículos que inviertan en el mercado alternativo en general incentivando el ahorro de los inversores a través del mercado alternativo. Ambos enfoques son válidos y complementarios pudiendo ser implementados a la par. De esta forma se podría por una parte fomentar el ahorro a largo plazo de la población mediante las inversiones financieras y por otra facilitar la financiación de las empresas españolas que generaría más inversión, más riqueza y más empleo.

No es posible decir que la situación actual de MaB sea la mejor o esté cerca de ser óptima pero sí que es cierto que el margen de mejora es amplísimo y el potencial y posibilidades del Mercado Alternativo Bursátil es enorme. Es un mercado con mucho recorrido por delante, pero en el que todavía queda mucho por hacer. Las conclusiones de este trabajo no solo demuestran lo primero sino también que es posible el optimismo y con propuestas como las desde aquí lanzadas es posible hacer que el MaB se convierta en la pieza clave de la economía española que está llamado a ser. Que sea esa vía de financiación para proyectos innovadores y de futuro que se proyectó en un principio. En definitiva, que pase de ser un mercado decadente a ser una potente palanca de progreso económico que ayude a las empresas a estar mejor financiadas y que puedan dedicarse a generar mayor riqueza y empleo redundando así en un mayor bienestar social.

14. Bibliografía.

Alternative Investment Market AIM. Recuperado de: <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>

AIM Italia. Recuperado de: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/home/aim-italia.htm>

Asamblea de Madrid (2010). LEY 5/2010, de 12 de julio, de Medidas Fiscales para el Fomento de la Actividad Económica.

Asesores Registrados. Recuperado de: <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/AsesoresRegistrados.aspx>

BME Renta Variable. Recuperado de: <http://www.bmerv.es/esp/asp/Portada/Portada.aspx>

Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación SA (2016). Circular 11/2016 Procedimientos de supervisión del Mercado Alternativo Bursátil. https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/normativa/esp/circulares/2016/11_Circular_Supervisi%C3%B3n.pdf

Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación SA (2016). Circular 19/2016 Tarifas aplicables en el Mercado Alternativo Bursátil. https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/normativa/esp/circulares/2016/Tarifas_MAB_Circular_19_2016.pdf

Borsa Italiana-London Stock Exchange Group (2012). AIM Italia Mercato Alternativo del Capitale. Recuperado de: <http://www.borsaitaliana.it/piu-borsa/quotarsiinborsa/presentazioneaim.pdf>

¿Cómo incorporarse? Bolsas y Mercados Españoles. Recuperado de: https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_ComoIncorporarse.aspx

Cortes de Aragón (2010). LEY 12/2010, de 29 de diciembre, de Medidas Tributarias de la Comunidad Autónoma de Aragón.

Euronext. Recuperado de: <https://www.euronext.com/en>

Guerreiro, L (2015). El marco fiscal del capital riesgo español. Recuperado de: http://www.incari.org/upload/Anuario2015/AN2015_LuisGuerreiro.pdf

Listado Cotizadas MaB. Recuperado de: <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/EE/Listado.aspx>

Mercado Alternativo Bursátil. Recuperado de: <https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/Home.aspx>

Ministerio de economía y Empresa. Recuperado de: <http://www.mineco.gob.es/portal/site/mineco/>

Parlamento de Cataluña (2009). Ley 26/2009, de 23 de diciembre, de medidas fiscales, financieras y administrativas.

Parlamento de Galicia (2010). Ley 12/2011, de 26 de diciembre, de medidas fiscales y administrativas.

Pérez López, C y Palacín Sánchez, M^aJosé (2009). ¿Por qué cotizar en los mercados bursátiles para pymes en Europa? Estrategia Financiera, no 263. Julio-Agosto 2009. Recuperado de: <https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/ArticuloPerez%20Lopez-Palacin.pdf>

¿Por qué cotizar en el MaB? Recuperado de: https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_PorQueCotizar.aspx