



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de León

Grado en Finanzas
Curso 2020 / 2021

**Impacto de la COVID-19 en *BME Growth*:
análisis de la rentabilidad en tiempos de
pandemia.**

*Impact of COVID-19 on BME Growth: return
analysis in times of pandemic.*

Realizado por el Alumno D. Rocío Almanza Crespo

Tutelado por el Profesor D. Isabel Feito Ruiz

Universidad de León, Julio de 2021

MODALIDAD DE DEFENSA PÚBLICA:

Tribunal Póster

INDICE DE CONTENIDOS:

Resumen	6
1. Introducción	7
2. Metodología y objetivos	12
3. El mercado para PYMES en expansión en España: <i>BME Growth</i>	14
3.1. Bolsas y Mercados Españoles (BME).....	14
3.2. Situación de las PYMES en España.....	15
3.3. Qué es el <i>BME Growth</i>	18
3.3.1. Requisitos para las empresas que se quieran adherir a <i>BME Growth</i> :.....	22
3.3.2. Asesor Registrado y Proveedor de Liquidez	23
3.3.3. Procedimiento de incorporación de una sociedad a <i>BME Growth</i>	24
3.3.4. Ventajas e inconvenientes de cotizar en <i>BME Growth</i>	25
3.4. Índices bursátiles formados en <i>BME Growth</i>	30
3.5. Otros mercados alternativos: Referentes de <i>BME Growth</i>	33
3.6. Consecuencias de la COVID-19 en <i>BME Growth</i>	37
4. Revisión de literatura académica e hipótesis planteadas:	41
5. Base de datos y metodología	45
5.1. Recogida de datos	45
5.2. Evolución del <i>BME Growth</i> (2008-2020).....	46
6. Análisis de la variación de rentabilidad tras la COVID-19 en <i>BME Growth</i>	53
6.1. Metodología: regresión múltiple y análisis de acontecimientos	53
6.2. Resultados obtenidos	56
7. Conclusiones.....	66
Referencias	68
Anexos	72

ÍNDICE DE GRÁFICOS:

Gráfico 3.1: Evolución del índice <i>IBEX Growth Market 15</i>	31
Gráfico 3.2: Evolución del índice del <i>IBEX Growth Market All Share</i>	32
Gráfico 3.3: Evolución del índice <i>FTSE AIM All Share</i> del mercado AIM	34
Gráfico 3.4: Evolución del índice <i>Euronext Growth All Share</i> del mercado NYSE <i>Alternext</i>	35
Gráfico 5. 1: Empresas de <i>BME Growth</i> por número de empleados.....	48
Gráfico 5. 2: Clasificación de las empresas de <i>BME Growth</i> por edad.....	48
Gráfico 5.3: Evolución de la facturación de <i>BME Growth</i> (2013-2020).....	49
Gráfico 5.4: Evolución del EBITDA de <i>BME Growth</i> (2013-2020).....	49
Gráfico 5.5: Número de empresas de <i>BME Growth</i> por sector de actividad.....	50
Gráfico 5.6: Distribución de las empresas de <i>BME Growth</i> por comunidades autónomas (CCAA)	52
Gráfico 6.1: Primer momento puntual de la pandemia: Declaración Estado de Alarma (14-03-2020)	62
Gráfico 6.2: Segundo momento puntual de la pandemia: Recuperación (01-06-2020) .	62
Gráfico 6.3: Tercer momento puntual de la pandemia: 2ª ola (10-09-2020).....	63
Gráfico 6.4: Comparación de la rentabilidad media de los años 2019 y 2020	64

ÍNDICE DE TABLAS:

Tabla 3.1: Clasificación de las PYMES en España	15
Tabla 3.2: Diferencias para la inclusión de una empresa entre los mercados referentes de <i>BME Growth</i>	36
Tabla 5.1: Exclusiones de cotización en <i>BME Growth</i> desde su creación	47
Tabla 5.2: Número y porcentaje de empresas cotizadas en <i>BME Growth</i> por sector de actividad	51

Tabla 5.3: Porcentaje de empresas de <i>BME Growth</i> por comunidades autónomas (CCAA)	52
---	----

Tabla 6.1: Determinantes de la variación de rentabilidad durante la pandemia de la COVID-19.	57
--	----

ÍNDICE DE FIGURAS:

Figura 3.1. Organigrama de Bolsas y Mercados Españoles (BME)	15
--	----

Figura 3.2: Estructura de <i>BME MTF Equity</i>	19
---	----

Figura 3.3: Ventajas que aporta <i>BME Growth</i> a los agentes según su relación con el mercado.	21
---	----

Figura 3.4: Ventajas para las PYMES que cotizan en <i>BME Growth</i>	27
--	----

RESUMEN

El objetivo de este Trabajo Fin de Grado (TFG) es analizar la variación en la rentabilidad de mercado de las pequeñas y medianas empresas (PYMES) en expansión que cotizan en el mercado alternativo bursátil español o *BME Growth* durante la pandemia. Para ello, primero se ofrece una visión general de las características y aspectos de este mercado, con la finalidad de comprender mejor el ámbito en el que estas operan y, posteriormente, para llevar a cabo el objetivo principal del TFG, se ha construido una base de datos que incluye las 38 empresas (sin SOCIMIs) que formaban parte de *BME Growth* durante el periodo 2018-2020. A través de un modelo econométrico, se analiza que variables han influido en la variación de rentabilidad de las empresas de *BME Growth* durante la crisis de la COVID-19. Los resultados muestran que las empresas más líquidas y cuyo accionista mayoritario es una familia han obtenido unas mayores variaciones de rentabilidad de este periodo. En cambio, las empresas cuyo accionista mayoritario es un inversor institucional (banco, empresa de seguros, fondos de inversión, etc.) obtuvieron menores variaciones de rentabilidad. Además, se muestra que las empresas que formaban parte del sector Farmacéutico y de Biotecnología y del sector de las Telecomunicaciones han tenido mayores variaciones positivas durante la pandemia. Se concluye que la pandemia no afectó negativamente a *BME Growth*, llegando incluso a alcanzar sus índices precios históricos en este periodo, todo ello debido en mayor parte a la composición sectorial de este mercado. Por tanto, la rentabilidad de *BME Growth* en el periodo de pandemia ha mejorado en términos generales.

Palabras clave: *BME Growth*, Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES), rentabilidad, COVID-19, estructura de propiedad.

ABSTRACT

The aim of this Final Degree Project is to analyze the market return variation of small medium-sized companies (SMEs) listed on the Spanish alternative stock market or *BME Growth* during the pandemic. To do this, first an overview of the characteristics and aspects of this market is provided, with the aim of better understanding the scope in which these operate and, subsequently, to carry out the main objective of the Final Degree Project, a database has been constructed that includes the 38 companies (without SOCIMIs) that were part of *BME Growth* during the period 2018-2020. Through an econometric model, it is analyzed which variables have influenced the market return

variation of the BME Growth companies during the Covid-19. The main results show that firms with higher liquidity and those whose majority shareholder is a family have obtained greater market return variations during this period. On the other hand, companies whose majority shareholder is an institutional investor (bank, insurance company, investment fund, etc.) obtained smaller market return variations. In addition, it is shown that the companies that were part of the Pharmaceuticals and Biotechnology sector and the Telecommunications sector have had greater positive variations during the pandemic. It is concluded that the pandemic did not negatively affect BME Growth, even reaching its historical price indexes in this period, mainly due to the sectorial composition of this market. Therefore, BME Growth firms' market return in the pandemic period has generally improved.

Keywords: BME Growth, Small and Medium sized Enterprises (SMEs), return, COVID-19, ownership.

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este Trabajo Fin de Grado (TFG) es analizar la variación de la rentabilidad del mercado para Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) de Bolsas y Mercados Españoles (BME), es decir, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) hoy conocido como *BME Growth*, durante la crisis provocada por la pandemia de la COVID-19. Este mercado destinado a las PYMES que buscan expandirse y crecer, permite a estas empresas acceder a los mercados de capitales y, así, obtener la financiación necesaria para poder conseguir sus objetivos de negocio. Esta forma de financiación representa una vía alternativa a la tradicional financiación bancaria que suelen utilizar estas empresas.

Una de las funciones más importantes que ofrece el mercado de capitales es, como se ha mencionado, proporcionar a las PYMES financiación. Esta cuestión es, por tanto, uno de los motivos principales por los que el mercado para PYMES de Bolsas y Mercados Españoles (BME) tiene tanta repercusión desde hace unos años.

En esta línea, hay autores (Giralt Serra y González Nieto-Márquez, 2014) que han realizado estudios acerca de la importancia para las empresas de obtener capital en los mercados de acciones. El número de empresas que acude a los mercados en busca de esta financiación es muy pequeño en comparación con el número total de empresas que hay en nuestro país, y se hace todavía más amplio si hablamos de las PYMES, las cuales tienen todavía más dificultades para conseguir financiación por sus especiales

características. De esta forma, las PYMES, a lo largo de la historia en nuestro país solamente habían tenido dos maneras de obtener recursos o financiación: 1) a través de los socios o 2) recurriendo a la financiación bancaria. Este modelo de negocio más dependiente de financiación bancaria es muy vulnerable a una contracción del crédito bancario, tal y como ocurrió en 2008 a raíz de la crisis financiera global. En particular, las empresas españolas fueron muy frágiles ante esta circunstancia poniéndose de manifiesto que la excesiva dependencia de financiación bancaria no era un modelo de negocio sostenible a largo plazo.

Para conseguir que las PYMES busquen esa financiación en los mercados, que es tan necesaria para su supervivencia debido a sus peculiares características, y conseguir, así, financiación a través de fondos propios, los empresarios deben olvidar la idea de pérdida de control que la mayoría tiene al pensar en cotizar en los mercados. Además, deben añadir nuevos mecanismos de gobierno corporativo y proporcionar más información que de confianza suficiente a los inversores para apoyar sus inversiones. En esta línea, varios autores (Briozzo *et al.*, 2019; Gómez Reino, 2013; Guerrero, 2019) han estudiado las características que el Gobierno Corporativo tiene dentro de *BME Growth*. De esta forma concluyen, que hasta el año 2016 las empresas de *BME Growth* no estaban sujetas a las directrices del Gobierno Corporativo (GC). A partir de ese momento en España, las empresas que cotizan en este mercado deben seguir sus propias normas de GC. Esto es así, ya que *BME Growth* emitió un reglamento específico destinado a regular el funcionamiento de un sistema multilateral de comercio con características específicas, en el que destacan tres aspectos: 1) la revisión limitada de cuentas cada 6 meses; 2) control de la figura de Asesores Registrados; 3) la obligación de tener una comisión de auditores independientes. Guerrero (2019) indica que *BME Growth* incide mucho en la necesidad de un buen GC para ofrecer a los inversores de las PYMES credibilidad y confianza; y enumera los principios de GC en *BME Growth*: 1) cumplimiento de la ley; 2) transparencia, para que el mercado tenga acceso a información completa, veraz y relevante; 3) igualdad entre accionistas; 4) responsabilidad y rendición de cuentas; 5) respeto de los derechos humanos; y 6) integridad corporativa: respeto de los códigos de conducta que imponga el mercado, así como los códigos éticos y de funcionamiento internos.

Debido a esta necesidad de financiación por parte de las PYMES y teniendo como referencia los antecedentes existentes en otros países en lo que respecta a la cotización de

las PYMES en los mercados financieros alternativos, se puso en marcha en España el mercado alternativo bursátil (MAB). Este mercado está basado en las necesidades y características de este tipo de empresas, para que puedan obtener financiación a través de los mercados financieros y obtener así rentabilidades más altas y mayores posibilidades de crecimiento y expansión. Se creó bajo tres premisas: 1) facilitar a las PYMES el acceso a los mercados bursátiles con una regulación europea común; 2) diseñar un mercado a medida de las peculiares características de las PYMES, pero que ofreciera transparencia y liquidez; 3) dotar al mercado de una alternativa bursátil autorregulada y con capacidad de adaptación (Sánchez Galán, 2008). Empezó así a funcionar en el año 2008, bajo la denominación de Mercado Alternativo Bursátil (MAB), actualmente, llamado *BME Growth*. Esta modificación en la denominación se debió al reconocimiento obtenido en septiembre de 2020 por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) del sello como *SME Growth Market*, enmarcado dentro de la categoría europea que en España se denomina Mercado de PYMES en Expansión.

Esta nueva categoría está recogida en la normativa de la Directiva Europea de Mercados Financieros (MIFID II) y tiene el objetivo de impulsar, a través de su presencia en los mercados de capitales, a las empresas de menor tamaño. Esto es posible para las PYMES gracias a una regulación diseñada a medida para ellas y a unos costes y procesos adaptados a sus características. Además, este reconocimiento supone que este mercado de BME tiene los mismos estándares de calidad y transparencia que otros *Growth Markets* de Europa, lo que supone un impulso para la internacionalización de este mercado.

Este mercado pretendía dar respuesta a la necesidad de financiación que tienen las PYMES en España, a través de fondos propios, vía ampliaciones de capital y Oferta Pública de Suscripción (OPS), ayudándolas a poner en valor su negocio y mejorando su competitividad para obtener los resultados deseados en lo que respecta a sus objetivos de crecimiento y expansión. Además, existe para estas empresas la posibilidad de utilizar sus acciones como medio de pago a otras empresas en los procesos de fusión y absorción de empresas debido a la liquidez que poseen estas acciones.

Actualmente, se vive en España y en casi todos los países del mundo, en mayor o menor medida, la crisis sanitaria provocada por la COVID-19, crisis que ya se ha trasladado a la economía de los países y a los mercados debido a las graves consecuencias que ha tenido la paralización durante casi medio año de la economía.

Hay autores (Álvarez Otero, 2021) que ya han indicado que el impacto de la pandemia COVID-19 ha contribuido significativamente a la actividad de las Ofertas Públicas Iniciales (OPIs), disminuyendo su número significativamente en la primera mitad del año 2020. En este contexto, los sectores menos afectados fueron los de la tecnología y los de salud, lo cual animó a los inversores a centrar sus inversiones en estos sectores, debido a que la liquidez no disminuyó de forma tan severa en ellos. Esa mejora en el sentimiento de los inversores hizo que la recuperación del mercado fuera muy rápida, siendo especialmente activas las salidas a Bolsa en el verano del 2020. Se mantiene la línea creciente hasta hoy en día, de forma que se confirma la existencia de una clara relación entre los efectos positivos que tiene la cotización bursátil de las empresas para el conjunto de la economía y para el desarrollo de las empresas del país.

Además, en este contexto cabe destacar que *BME Growth* es el segmento de BME que más activo se ha mantenido en los últimos años en lo que respecta a salidas a Bolsa y ha permitido reactivar sectores como el inmobiliario español con las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMIs) y modernizar e impulsar los sectores más emergentes de la Bolsa española.

Actualmente, cotizan en este segmento del Mercado 117 empresas, de las cuales 75 de ellas son SOCIMIs y de las empresas en expansión 10 de ellas siguen en listado de empresas cotizadas en *BME Growth* a pesar de que han dejado de cotizar en este mercado en los últimos años.

La mayoría de los precios de cotización de las empresas que forman parte de *BME Growth* actualmente, y durante la crisis provocada por la pandemia, al contrario de lo que se esperaba con la crisis que se originó, han tenido una clara evolución positiva ante la misma, por lo cual, en este trabajo se pretende estudiar las características de las empresas que han influido en la variación de la rentabilidad de estas empresas en los años 2019 y 2020, es decir, durante la pandemia.

Además, se analizarán los momentos puntuales más críticos de la pandemia: 1) inicio de la pandemia con el decreto del estado de alarma y el confinamiento domiciliario: marzo de 2020; 2) breve fase de recuperación: junio de 2020; y 3) recesión y comienzo de la 2ª ola: setiembre de 2020.

Los resultados del análisis de regresión muestran que las empresas más líquidas en el periodo a estudiar, así como aquellas empresas cuyo mayor accionista es de tipo familiar,

contribuyen de forma positiva y en mayor medida a la variación de rentabilidad. Al contrario, las empresas cuyo mayor accionista es un inversor institucional (bancos, aseguradoras, fondos de inversión, etc.), contribuyen de forma negativa a la variación de la rentabilidad en este periodo de crisis. Además, se muestra que las empresas que formaban parte de los sectores de Productos Farmacéuticos y Biotecnología y aquellas empresas que formaban parte del sector de las Telecomunicaciones, han tenido contribuciones positivas y más elevadas que las que forman parte de otros sectores, a la variación de rentabilidad durante la pandemia. El análisis de los momentos puntuales de esta pandemia muestra también la clara evolución positiva que ha tenido esta rentabilidad incluso tras la declaración del estado de alarma, el confinamiento domiciliario y la llegada de la segunda ola, todo ello a pesar de la gran volatilidad que ha habido debido a la incertidumbre que ha creado esta pandemia. Esta evolución positiva se debe a la normalidad con la que ha funcionado el mercado durante la pandemia y a la composición sectorial del mismo, compuesto por sectores muy presentes y demandados durante la pandemia: electrónica y software, productos farmacéuticos y biotecnología, telecomunicaciones e ingeniería.

El resto de este Trabajo Fin de Grado (TFG) se estructura como sigue: en el siguiente apartado se explica la metodología empleada para realizar el trabajo y los objetivos perseguidos. Posteriormente, se analiza el mercado para PYMES en expansión en España o *BME Growth*, incluyendo varios aspectos como: la composición de Bolsas y Mercados Españoles (BME) del que *BME Growth* forma parte, la actual situación de las PYMES en España, características específicas de qué es y de cómo está formado *BME Growth* hoy en día, el análisis de la composición y la rentabilidad de los dos índices que forman parte de *BME Growth*: el *IBEX Growth Market 15* y el *IBEX Growth Market All Share*, los mercados europeos que han servido como referencia en España para crear este mercado para PYMES y las consecuencias de la COVID-19 en este mercado. Tras este análisis en profundidad de *BME Growth*, se presenta la revisión de la literatura académica y se proponen las hipótesis a contrastar en el análisis empírico. A continuación, se propone la base de datos que se empleará para realizar el análisis econométrico. En el siguiente apartado, se plantean las variables que influyen en la evolución de la rentabilidad de estas empresas y se lleva a cabo también un análisis de la evolución que *BME Growth* ha tenido desde su creación hasta la actualidad. Para concluir este TFG se propondrán las conclusiones obtenidas a lo largo de todo el trabajo realizado.

2. METODOLOGÍA Y OBJETIVOS

De acuerdo con el objetivo principal del trabajo fin de grado de analizar la variación en la rentabilidad de las empresas cotizadas en *BME Growth* durante la pandemia, se plantea un análisis econométrico mediante regresión múltiple, con los datos económico-financieros pertenecientes a las 38 empresas que cotizaban en *BME Growth* en el periodo estudiado (2018-2020). No se han tenido en cuenta las denominadas SOCIMI, las cuales se han excluido del estudio por sus complejas características y diferente regulación en algunos aspectos, pero si algunas de las empresas que, aunque no cotizan ya en el mercado siguen apareciendo en la lista de empresas cotizadas¹ en la página de *BME Growth*, ya que son relevantes para el estudio al formar parte del mercado en esos años. Para realizar el análisis de estos determinantes, se ha recopilado la información económico-financiera, así como la información relativa a la estructura de propiedad disponible en SABI², para las 38 empresas a estudiar, tomando los datos económico-financieros del año 2019, ya que la variable dependiente será explicada por las variables independientes del año antes (variable con un periodo de retardo). Se han tomado también los precios diarios de cotización de estas empresas a través de *Google Finance* para su posterior manejo y uso. Además, se han tenido en cuenta los datos de *Investing* sobre la evolución de los índices de este mercado y otros mercados europeos de similares características. Por último, se han considerado algunos datos de *Yahoo Finance* como la evolución del EBITDA y la facturación del mercado en los últimos años.

En primer lugar, y con la finalidad de comprender mejor el contexto en el que operan las empresas consideradas, se plantea una visión general del mercado para PYMES o *BME Growth*, analizando algunas de sus características, así como las empresas que forman parte de este mercado en la actualidad en lo que respecta a su edad, procedencia geográfica, etc.

Para continuar con el análisis empírico, y una vez recogida la información necesaria, lo primero ha sido calcular las rentabilidades medias anuales de los precios diarios de cotización de estas empresas en los años 2018, 2019 y 2020, obtenidos de *Google*

¹ Se puede ver esta lista completa en el siguiente enlace:
<https://www.bmegrowth.es/esp/Precios.aspx>

² El Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI) es una base de datos disponible en la Universidad de León, que recoge todo tipo de información económico-financiera de más de 2,7 millones de empresas españolas y algunas de Portugal. Permite buscar los datos necesarios en base a diferentes criterios y exportar los datos en Excel u otros formatos.

Finance, siendo la variación de la rentabilidad en estos dos últimos años (2019 y 2020), la variable dependiente para el modelo econométrico.

Por su parte, las variables independientes consideradas para el estudio han sido recogidas en la base de datos SABI y son las siguientes: 1) el activo total medido en logaritmo como proxy del tamaño; 2) el apalancamiento; 3) liquidez medida en ratio; 4) la rentabilidad económica (ROA); 5) la variación de la rentabilidad acumulada de estas empresas en periodo anterior; 6) la variable “dummy” de tipo de propietario (familiar, empresa e inversor institucional); 7) los sectores de actividad; y 8) las comunidades autónomas de las que forman parte las empresas, ambas como variables “dummy”.

Una vez planteado el modelo econométrico, a través del programa estadístico *Gretl*³ se realiza la estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), con las correspondientes variables dependientes e independientes obteniendo un modelo econométrico que mide las variables que han influido en la variación de rentabilidad de las empresas de este mercado durante la pandemia. Posteriormente, se analizan los resultados obtenidos con la finalidad de ver qué variables han afectado a la rentabilidad de estas empresas durante el periodo de la pandemia COVID-19.

Se analizan también los momentos puntuales a través del estudio de eventos o acontecimientos calculando para cada uno de estos eventos la rentabilidad anormal acumulada en una ventana de -20, +20 días en torno a esas fechas. Se calcula la rentabilidad media anormal como diferencia entre la rentabilidad realmente observada cada día y la esperada estimada según el modelo de mercado, para toda la muestra en el día “t” y sumando las rentabilidades medias diarias se obtiene la rentabilidad anormal acumulada para el intervalo (-20, +20). A través de varios gráficos que recojan estos datos previamente calculados, uno para cada uno de los momentos críticos de esta pandemia, se mide el comportamiento de las empresas en esas fechas: 1) inicio de la pandemia con el decreto del estado de alarma y el confinamiento domiciliario: marzo de 2020; 2) breve fase de recuperación: junio de 2020; y 3) recesión y comienzo de la 2ª ola: setiembre de 2020.

³ *Gretl* es un programa gratuito, que se emplea para realizar análisis estadísticos y estimar modelos econométricos.

3. EL MERCADO PARA PYMES EN EXPANSIÓN EN ESPAÑA: *BME GROWTH*

En este apartado se darán a conocer los aspectos más relevantes del Mercado para PYMES de BME o *BME Growth* (antiguo MAB), con la finalidad de ofrecer una visión global de conjunto de este mercado, así como las características más relevantes que tiene.

Antes de definir que es *BME Growth* y entrar a conocer sus características más relevantes, es importante saber que *BME Growth* es uno de los mercados de renta variable que forma parte de Bolsas y Mercados Españoles (BME), así como conocer la actual situación en España de las empresas que forman parte de este mercado, las PYMES. Finalmente, en este apartado se llevará a cabo un análisis exhaustivo de *BME Growth*, presentando sus características principales, así como una visión global de dicho mercado, cumpliendo con el objetivo secundario de este trabajo fin de grado.

3.1. BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES (BME)

Para comprender qué es *BME Growth*, se debe entender en primer lugar qué es Bolsas y Mercados Españoles (BME), ya que *BME Growth*, mercado que se analizará en profundidad a lo largo de este trabajo, es uno de los mercados de renta variable que forma parte del área de negocio de la Renta Variable de BME, una de las áreas de negocio de BME con más repercusión en nuestro país.

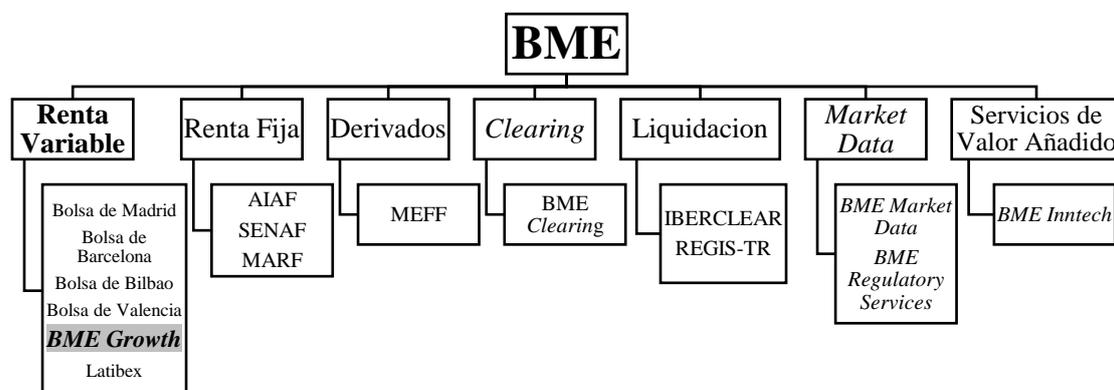
Bolsas y Mercados Españoles (BME) fue constituido en el año 2001 convirtiéndose en la sociedad en la que operan todos los mercados de valores y sistemas financieros de España. Hoy en día, BME forma parte del grupo *Swiss Infrastructure and Exchange* (SIX), el tercer mayor grupo bursátil de Europa. En España cuenta con cuatro sedes situadas en las ciudades de: Madrid, donde se encuentra su sede social, Barcelona, Bilbao y Valencia.

Como puede observarse en la Figura 3.1, en BME se desarrollan actividades financieras en diferentes áreas de negocio, estas son: Renta Variable, Renta Fija, Derivados, *Clearing*, Liquidación, *Market Data* y Servicios de Valor Añadido. Además, el grupo BME está integrado por varias sociedades que se dividen en estas áreas de negocio, estas son: en Renta Variable: Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Valencia, *BME Growth* y Latibex; en Renta Fija: AIAF, SENAF y MARF; en Derivados: MEFF Sociedad Rectora del Mercado de Productos Derivados; en *Clearing*: *BME*

Clearing; en Liquidación: Iberclear y REGIS-TR; en *Market Data*: BME Market Data y BME Regulatory Services; y en Servicios de Valor Añadido: BME Imntech.

Esta clasificación se resume de la siguiente manera en la Figura 3.1:

Figura 3.1. Organigrama de Bolsas y Mercados Españoles (BME)



Fuente: Elaboración propia

3.2. SITUACIÓN DE LAS PYMES EN ESPAÑA

El tipo de empresas predominante en España según su tamaño, son las Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES), es decir, aquellas empresas que tienen menos de 250 empleados, de acuerdo con la definición de la Unión Europea. De este modo, el número de PYMES existente en España en marzo de 2021 (última fecha conocida) es de 2.872.190 empresas, lo que supone un 99,83% del total de empresas en España⁴.

La distribución según el número de empleados de estas empresas se puede observar en la Tabla 3.1: Clasificación de las PYMES en España.

Tabla 3.1: Clasificación de las PYMES en España

PYME (0-249 trabajadores)		2.872.190
	PYME sin trabajadores (0 trabajadores)	1.601.769
	PYME con trabajadores (1-249 trabajadores)	1.270.421
	<i>Microempresas (1-9 trabajadores)</i>	<i>1.101.334</i>
	<i>Pequeñas (10-49 trabajadores)</i>	<i>145.078</i>
	<i>Medianas (50-249 trabajadores)</i>	<i>24.009</i>
Porcentaje de PYMES en España		99,83%

Fuente: Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa (2021)

⁴ Para más información consultar:

<http://www.ipyme.org/es-ES/AreaEstadisticas/Paginas/InformesPYME.aspx>

Como podemos observar en dicha tabla, más de la mitad de las empresas que se denominan PYMES en España no tiene ningún trabajador a su cargo, están formadas solamente por su propietario. Además, si tenemos en cuenta las PYMES que si tienen trabajadores a su cargo, vemos que la mayoría tienen menos de 10 trabajadores, representando estas un 87,69% del total de empresas con trabajadores y un 38,35% del total de PYMES españolas (Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa, 2021).

En este contexto, se debe tener en cuenta la necesidad de financiación por parte de este tipo de empresas, tal y como han estudiado algunos autores a lo largo de los años (Jara Corrales y Palacín Sánchez, 2012). Este tipo de empresas, por su reducido tamaño, poseen menores niveles de capital y también presentan ciertas cualidades que las hacen más vulnerables a cambios en la economía del país o a cambios a nivel interno de la empresa o sector al que pertenecen. Además, estas empresas tienen duras restricciones a la hora de acceder a la financiación por la vía tradicional: financiación bancaria. A este contexto, se le suman las crisis que ha sufrido el país, la más grave que se recuerda desde la crisis de 1929, fue en el año 2008, donde se contrajo el crédito hasta límites insospechados hasta ese momento y muchas de estas empresas no pudieron hacer frente a sus deudas teniendo que cerrar. En este contexto, se puso en marcha el actual *BME Growth* (denominado en aquel momento MAB), un segmento del mercado alternativo bursátil de Renta Variable de BME, destinado a las empresas en expansión y con características particulares como las que poseen la mayoría de las PYMES en España.

A pesar de la creación de *BME Growth*, el cual se adaptó a las necesidades y características de este tipo de empresas ofreciendo una regulación menos rígida y unas condiciones más favorables basadas en las características de estas empresas, las PYMES en España siguen prefiriendo, en gran mayoría, acudir a la financiación bancaria para llevar a cabo sus proyectos de expansión o crecimiento. Esto se debe a que la principal característica de este tipo de empresas en nuestro país es que la mayoría de ellas son empresas muy tradicionales y por ello, no ven las operaciones de capital o la cotización en Bolsa como la principal opción para financiarse, sino que prefieren recurrir a la tradicional financiación bancaria. Todo esto viene motivado por una cultura que durante años ha recelado de la novedad en lo relativo a nuevas formas de financiarse y por la reticencia de la mayoría de los empresarios de las PYMES a perder el control y la propiedad de la empresa cuando entran en el capital nuevos inversores. Esto puede

explicar que las PYMES en España no recurran con frecuencia a los mercados a financiarse (Carro, 2012). Sin embargo, cuando una compañía toma la decisión de entrar a cotizar al mercado, a pesar de que debe registrar el 100% de su capital, los empresarios pueden decidir el porcentaje de acciones que quieren vender. De esta forma, siempre y cuando no vendan más del 50% del paquete accionario, el control de la compañía seguirá siendo en mayor parte suyo y no tendrá riesgo de perder el control sobre su empresa.

No obstante, existen otros motivos que han sido estudiados durante los últimos años (Jara Corrales y Palacín Sánchez, 2012) para explicar por qué las PYMES no se planteaban la posibilidad de financiarse acudiendo a un mercado. Entre estos motivos destacan los siguientes:

- La abundancia excesiva de crédito bancario hasta la llegada de la crisis del 2008 había hecho que las PYMES no solo no acudiesen a los mercados para financiarse, sino que además pensasen que no lo necesitaban al tener financiación bancaria excesiva. Esto hizo que el endeudamiento de las empresas se multiplicase por diez desde el año 1986 hasta el año 2012 aproximadamente. En este contexto, y con un modelo de negocio tan poco sostenible a largo plazo, muchas empresas desaparecieron tras la crisis de 2008 al no poder hacer frente a sus deudas y no poder obtener financiación por las vías tradicionales.
- La complejidad regulatoria y la excesiva transparencia que requieren los mercados tradicionales es otro de los obstáculos más grandes que las PYMES han considerado para no cotizar en los mercados, hasta el momento en que se creó *BME Growth*, con menores exigencias que las que se requerían hasta el momento en los mercados tradicionales.
- Los costes demasiado elevados para que las PYMES entren a cotizar a los mercados tradicionales han condicionado también esta decisión. Destacan dos tipos de costes: los costes explícitos y los costes implícitos. Ambos, pero más aún los costes implícitos (costes administrativos principalmente), se han reducido en *BME Growth*, siendo las tarifas de admisión y mantenimiento la mitad que en la Bolsa Española, al ser este, uno de los principales motivos para poner este mercado en funcionamiento.

Pese a todas estas limitaciones que las PYMES pueden encontrar para acceder a la financiación en los mercados, hay algunas que han decidido entrar a formar parte de *BME Growth*, buscando en él una nueva vía de financiación que les reporte los objetivos de

crecimiento, estabilidad financiera y expansión que buscan. Pero todavía falta tiempo para que las PYMES consideren a *BME Growth* como una de las principales fuentes de financiación, pasando porque el país vaya culturizándose progresivamente en el sentido de los mercados bursátiles alternativos, así como que las PYMES que entren a formar parte de este mercado den visualización social de sus resultados de forma que incremente así el apoyo público a esta vía de financiación, relativamente nueva en nuestro país.

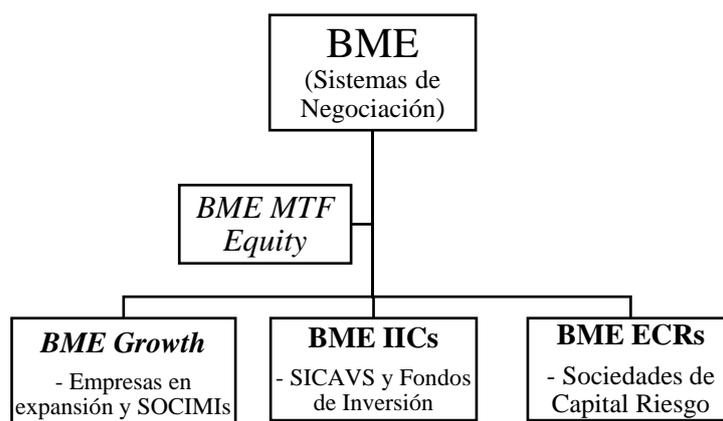
En este contexto, a pesar de lo queda por delante, *BME Growth* ha ayudado mucho en los últimos años a mejorar la imagen que las PYMES tienen acerca de la financiación en los mercados, al demostrar el éxito de algunas de las empresas que cotizan en él. Además, la contracción de las fuentes tradicionales de financiación que, debido a la situación actual que atraviesa y que viene atravesando el país desde hace tiempo ha hecho que la financiación alternativa en los mercados sea una opción estratégica para las PYMES a la hora de conseguir financiación.

3.3. QUÉ ES EL *BME GROWTH*

BME Growth es uno de los tres segmentos que conforman *BME MTF Equity*, un sistema multilateral de negociación (SMN) gestionado por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y sujeto a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La Figura 3.2 muestra la estructura de *BME MTF Equity* y los tres segmentos que componen al mismo. En esta figura podemos ver que Bolsas y Mercados Españoles (BME) es un sistema multilateral de negociación del que forma parte *BME MTF Equity*, el cual, a su vez, está compuesto por tres segmentos: 1) *BME Growth*, segmento que explicaremos a lo largo de este trabajo y del que forman parte las empresas en expansión y las SOCIMIS; 2) BME IICs, del que forman parte las SICAVS y los Fondos de Inversión; 3) BME ECRs, del que forman parte las Sociedades de Capital Riesgo.

Figura 3.2: Estructura de BME MTF Equity



Fuente: Elaboración propia

Este apartado se centrará en el segmento *BME Growth* (antiguo MAB), que es el mercado para las PYMES de Bolsas y Mercados Españoles (BME), entidad que promueve y organiza este mercado, y que es supervisado a su vez, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Es, por tanto, la plataforma que permite a las pequeñas y medianas empresas que se encuentran en fase de crecimiento acceder a los mercados de capitales, al ser un mercado con una regulación, costes y procesos adaptados a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse.

Debido a estas singularidades y características específicas, destinadas a la cotización en los mercados de las PYMES, *BME Growth* no es la Bolsa tradicional, sino una Bolsa paralela a la Bolsa tradicional, al estar pensado para empresas más pequeñas. Este mercado, por tanto, no está pensado para empresas de gran tamaño o con grandes recursos que le permitan satisfacer grandes exigencias regulatorias.

En definitiva, este mercado está destinado a empresas pequeñas, de reducida capitalización, pero que sean fundamentales a la hora de contribuir al Producto Interior Bruto (PIB) de nuestro país. Son, por tanto, empresas pequeñas que quieran expandirse y crecer a través de nuevas líneas de negocio, nuevos productos o servicios, o expandiéndose geográficamente a nivel nacional o internacional, sin importar el sector de actividad al que pertenezcan, siempre y cuando su proyecto de expansión sea sólido y ambicioso. Por todas estas razones y por las grandes barreras de acceso que este tipo de empresas tenían en los mercados tradicionales, se creó *BME Growth* en el año 2006, pero no comenzó a funcionar hasta el año 2008. El objetivo de este mercado en el corto y medio plazo, en lo que respecta al origen geográfico de las empresas que se adhieran a él,

son empresas españolas, pero está abierto a empresas de la Unión Europea y de Latinoamérica. Además, está abierto a todo tipo de inversores a pesar de que los inversores que suelen acudir a él, sobre todo en Ofertas Públicas Iniciales (OPIs), son inversores institucionales.

Las compañías que forman parte de este mercado utilizan el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) como plataforma de contratación, contratando en “*fixing*”, es decir, que las órdenes se concentran en dos momentos del día a través de dos subastas electrónicas, una a las doce de la mañana y otra a las cuatro de la tarde. Sin embargo, cabe la posibilidad de que las empresas que tienen valores con mayores posibilidades de liquidez, a criterio de la Comisión de Supervisión, puedan pasar de “*fixing*” a contratación continua (Giralt y González Nieto, 2012).

Por todo esto, podemos decir que el *BME Growth*, se caracteriza por ser:

- Un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) paralelo a la Bolsa.
- Promovido por BME y supervisado por la CNMV.
- Para valores españoles, pero también europeos y latinoamericanos.
- Para inversores tanto particulares como institucionales.
- Que proporciona financiación, visibilidad y valoración a las empresas que cotizan en él.
- Con una normativa en lo que respecta a contratación e información, adaptada a este tipo de empresas.

El hecho de que España cuente con un mercado adaptado a las PYMES beneficia a las empresas que deciden cotizar en él, pero también tiene grandes ventajas para los inversores, para las Entidades de Capital Riesgo (ECR) y sobre todo para la economía del país, ya que España es un país en que predominan este tipo de empresas.

Por lo tanto, es evidente que los intereses por *BME Growth* van más allá de las empresas que cotizan en él, las cuales tienen varias ventajas como pueden ser:

- Les facilita el acceso a los recursos necesarios para financiarse.
- Les ofrece una regulación a medida de sus características y menores costes que la Bolsa principal.
- Proporciona liquidez a sus acciones y las valora objetivamente.
- Ofrece métodos para atraer a los inversores y crear así una sólida base accionarial.

Además, a las Entidades de Capital Riesgo (ECR) les sirve como ayuda para sus inversiones al ofrecerle mayor transparencia y liquidez y le sirve para que estas tengan un acceso más fácil a otras inversiones.

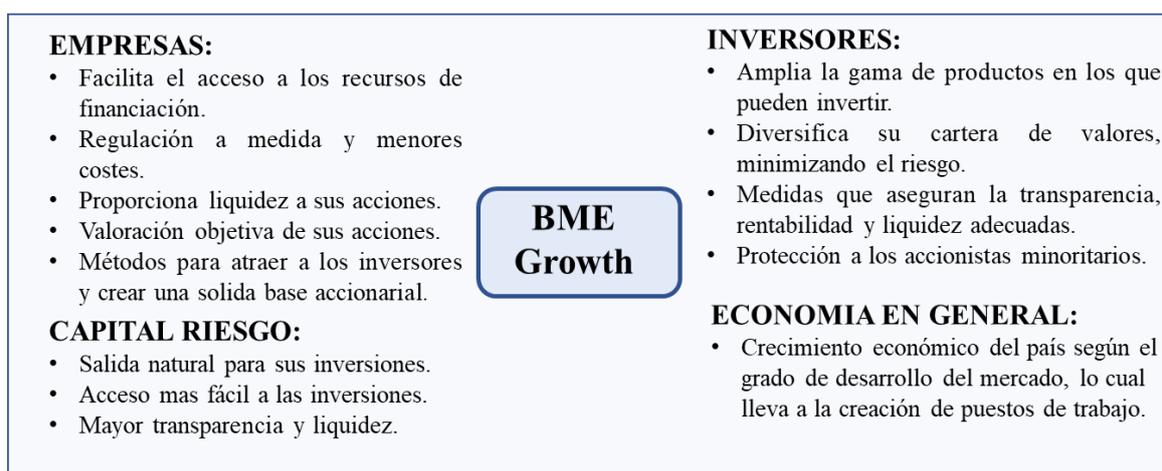
Las ventajas para los inversores que quieran invertir en *BME Growth* son múltiples, entre ellas se encuentran:

- Tienen acceso a una amplia gama de productos en los que pueden realizar sus inversiones.
- El riesgo se minimiza al diversificar su cartera de valores.
- *BME Growth* ofrece medidas que aseguran a los inversores la transparencia, rentabilidad y liquidez adecuados de sus inversiones.
- Protege a los accionistas minoritarios.

Por último, hay una clara ventaja para la economía del país en general, que aporta *BME Growth* a través de sus empresas: el crecimiento económico del país, que es mayor cuanto mayor sea el desarrollo del mercado. Esto se traduce en menores tasas de paro al crear empleo, entre otras muchas ventajas.

Todas estas ventajas forman una comunidad de intereses que se muestran en la Figura 3.3: Ventajas que aporta *BME Growth* a los agentes según su relación con el mercado.

Figura 3.3: Ventajas que aporta *BME Growth* a los agentes según su relación con el mercado.



Fuente: Elaboración propia

3.3.1. Requisitos para las empresas que se quieran adherir a *BME Growth*:

Las empresas del segmento *BME Growth* que quieran negociar sus acciones en este mercado, deben cumplir una serie de requisitos que se recogen en la *Circular 1/2020*.⁵

Las empresas que deseen incorporarse a *BME Growth* para cotizar sus acciones y valores negociables, deben ser sociedades anónimas (S.A.), españolas o extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado (menos de 500 millones de euros), no tengan restricciones legales o estatutarias que le impidan la negociación y transmisibilidad de las acciones y cuyas acciones o valores estén representados mediante anotaciones en cuenta. Además, en el momento de su incorporación, deben estar comercializando sus productos o servicios, obteniendo de esa forma ingresos significativos provenientes de su actividad. Otro requisito indispensable para la incorporación de una sociedad a *BME Growth*, es que cuente con 24 meses de cuentas auditadas o en su lugar, unas previsiones o estimaciones del ejercicio en curso y del siguiente que debe ser aprobado por el Consejo de Administración. Si la actividad de la empresa es inferior a dos años, no podrán vender acciones ni realizar operaciones equivalentes a ventas de acciones durante el primer año de su incorporación al Mercado.

También podrán incorporarse a la negociación en este mercado las Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI) y las sociedades anónimas extranjeras cuyo objeto social y régimen de inversión sea equiparable con el establecido en la legislación española para las SOCIMI.

Siempre que la sociedad este constituida en un país europeo, podrá elegir el régimen contable que más le convenga entre las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o el estándar contable nacional del país en el que se haya constituido. Si la sociedad no está constituida en un país europeo, podrá optar entre NIIF o *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP).

La entidad emisora debe asignar un Asesor Registrado de entre los que figuren en el registro que el mercado ha establecido para ellos y promover a dicho Asesor cualquier tipo de información que este necesite para cumplir con sus funciones. Las funciones de dicho Asesor serán: ofrecer ayuda a la compañía en los trámites de incorporación y, posteriormente, en el día a día durante su permanencia en el mercado. La sociedad deberá

⁵ Para más información ver texto completo de la *Circular 1/2020* en: https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/1_2020_CIRC_INCORPORACION%203N_BME_Growth.pdf

asignar también un Proveedor de Liquidez (será un intermediario financiero) y suscribir con él un contrato de liquidez que se adecue a la regulación existente en ese momento y haya sido aprobado por la CNMV, este se encargará de favorecer la liquidez y la frecuencia de la contratación.

Por último, la sociedad emisora deberá aportar una valoración independiente que se utilizará para determinar el precio de referencia. Este paso no es necesario, siempre que en los seis meses previos a la solicitud se hayan colocado acciones o realizado algún tipo de operación financiera que sea relevante para determinar el precio de referencia (BME Growth, 2020b).

Sánchez Galán (2008) considera en su estudio las características que estas PYMES deben tener para poder cotizar en *BME Growth*. De esta forma, las características más importantes coinciden con los requisitos descritos anteriormente y basados en la *Circular 1/2020*

3.3.2. Asesor Registrado y Proveedor de Liquidez

Las figuras de Asesor Registrado y Proveedor de Liquidez⁶ son obligatorias para todas las sociedades que negocien sus acciones en *BME Growth*, por lo que se describen a continuación:

El **Asesor Registrado** es un intermediario entre la empresa y el mercado, que ayuda a las compañías a qué cotizar en el mercado no le suponga un lastre, sino una ayuda para conseguir el fin que desean alcanzar con sus negocios. De esta forma, cuanto más confianza tenga el mercado en el Asesor Registrado, debido a su reputación y prestigio, más seguridad tendrán los inversores en las compañías. Además, este Asesor debe ayudar a la compañía en su previa incorporación al mercado con los requisitos de incorporación que se le exijan y con las exigencias de transparencia que se establezcan según la normativa vigente de información. En lo que respecta a la información, este Asesor debe establecer un procedimiento de supervisión para verificar la correcta información aportada por la compañía. Para que una entidad pueda actuar como Asesor Registrado, es necesario el previo registro en el Registro de Asesores Registrados del Mercado, previa

⁶ Los listados de los Asesores Registrados y los Proveedores de liquidez que las empresas de *BME Growth* pueden contratar se pueden ver en la página de *BME Growth*:
https://www.bmegrowth.es/esp/BME-Growth/AsesoresRegistrados.aspx#ss_listado
<https://www.bmegrowth.es/esp/BME-Growth/ProveedoresLiquidez.aspx>

solicitud a *BME Growth*. En abril de 2021, *BME Growth* contaba con 22 Asesores Registrados inscritos.

Por su parte el **Proveedor de Liquidez**, será un intermediario asignado por las empresas de entre los disponibles en el mercado y su función principal será ayudar a las empresas a buscar la contrapartida necesaria para formar el precio de sus acciones de la forma más eficiente posible. En las operaciones de menor volumen, el Proveedor de Liquidez deberá comprar o vender cuando no haya otras órdenes en el mercado. Asimismo, en las operaciones de mayor volumen, operaciones en las que la liquidez no sea inmediata, deberá hacer las gestiones de búsqueda lo mejor posible. A través de la plataforma SIBE, el propio mercado fijará los precios sobre dos subastas o “*fixing*” diarios para fomentar la liquidez. Actualmente, en *BME Growth* hay disponibles para elección de las empresas 14 Proveedores de Liquidez entre entidades financieras, sociedades o agencias de valores.

3.3.3. Procedimiento de incorporación de una sociedad a *BME Growth*

En la misma *Circular1/2020* descrita anteriormente, se encuentran los pasos que una sociedad debe seguir para solicitar su incorporación a *BME Growth*. Estos pasos se describen a continuación.

En primer lugar, se debe realizar un escrito de solicitud de incorporación al mercado, acompañado con la documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos necesarios para la incorporación: el folleto registrado en la CNMV (si no hay oferta pública bastará con el Documento Informativo de Incorporación al Mercado (DIIM)) y el resto de información que requieran los Órganos de Gobierno. En esta solicitud la sociedad se compromete a remitir la información necesaria al mercado para la correcta transparencia. Toda esta documentación servirá al inversor para formarse un juicio correcto de la situación financiera y jurídica de la empresa, así como de sus estrategias y perspectivas.

Una vez que la solicitud de incorporación es aprobada por el Comité de Coordinación de Mercado e Incorporaciones y puesta por parte del mercado en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dicho Comité enviará un informe con la propuesta, de acuerdo con el Consejo de Administración, el cual deberá pronunciar su resolución sobre la solicitud de incorporación en el plazo máximo de tres meses. Esta solicitud podrá ser rechazada en el caso de que se considere que la sociedad puede dañar la reputación o la integridad del mercado, aunque se cumplan los requisitos de

incorporación. Estos acuerdos de incorporación pasarán a formar parte de un registro público que se publicará en el Boletín de Mercado y serán comunicados a la CNMV (BME Growth, 2020b).

Por otra parte, los valores negociados en *BME Growth* pueden ser excluidos de la negociación en dicho mercado por varias razones:

- Cuando la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) decida excluir de la negociación los valores negociados en el mercado que considere oportunos.
- Cuando el Consejo de Administración lo decida, siempre que haya un incumplimiento grave y reiterado de las obligaciones exigidas a la entidad emisora o cuando la entidad emisora solicite la exclusión de sus valores de negociación por acuerdo unánime de la Junta General de Accionistas o si este acuerdo no es unánime se deberá ofrecer la adquisición de las acciones a los miembros que no hayan votado a favor de la propuesta. También podrá decidir el Consejo de Administración cuando los valores sean admitidos a cotización en un mercado secundario oficial español o en las sociedades que abran fase de liquidación de acuerdo con la ley concursal.

3.3.4. Ventajas e inconvenientes de cotizar en *BME Growth*

Si se analizan en profundidad las ventajas que aporta a las PYMES cotizar en *BME Growth*, entorno idílico para su crecimiento y expansión, se concluye que las más relevantes son: 1) el incremento de visibilidad de la empresa, lo cual facilita el acceso a más inversores y, por tanto, una financiación más eficiente; 2) una valoración continua basada en la oferta y la demanda y 3) la liquidez de las acciones de la empresa cotizada, debido al incremento de clientes, gracias al incremento de visibilidad.

Para que estas ventajas se cumplan en las empresas cotizadas en *BME Growth*, la entidad debe cumplir de forma rigurosa la normativa de mercado, desarrollar una adecuada política de información y comunicación con los inversores y un buen modelo de gobierno corporativo acorde. Además, el mayor o menor beneficio por parte de la empresa de estas ventajas va a depender de la capacidad de la empresa para atraer inversores.

A continuación, se definen de manera más detallada cada una de las ventajas que aporta la cotización en *BME Growth* a las PYMES (Carro, 2012):

1. Financiación del crecimiento de la empresa:

Una de las formas más idóneas de obtener recursos propios para sostener la expansión de una empresa, es a través de ampliaciones de capital, una fuente de recursos que puede ser recurrente en el tiempo.

Que una empresa cotice en Bolsa facilita la obtención de financiación ya que la captación de recursos se puede realizar en el momento en el que la empresa se inscribe en el mercado, pero además esta captación de fondos se puede realizar en momentos posteriores de tiempo. Otra de las ventajas que esto aporta a la compañía, es la mejor posición que tiene por el hecho de que esta cotice en Bolsa, ante sus proveedores de financiación tradicional.

Por último, pero no menos importante, cabe destacar que los accionistas tienen la capacidad de apalancar sus acciones, lo cual incrementa su capacidad de inyectar recursos en la compañía.

2. Valoración objetiva de la compañía:

Todas las empresas que coticen en Bolsa cuentan con un valor objetivo, este valor es el valor de mercado o cotización de la empresa. Hay particularidades que distinguen el valor objetivo de las PYMES en los mercados, ya que en este valor objetivo se tienen en cuenta las expectativas de crecimiento de la empresa, así como otras variables externas a la empresa, que pueden influir positiva o negativamente en dicho valor.

De esta forma, las acciones se convierten en un instrumento de pago con una liquidez muy elevada y que por ello podría ser utilizado en diferentes operaciones financieras. La valoración de una empresa es muy importante, ya que influye de manera muy directa en las decisiones de los empresarios a la hora de cerrar la decisión de cotizar.

3. Visibilidad, prestigio e imagen de marca:

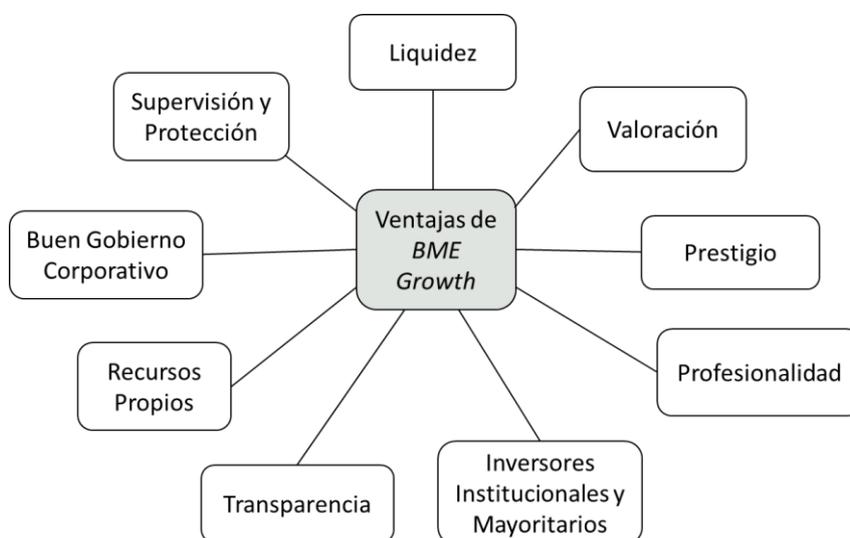
Todas las empresas que cotizan en *BME Growth* adquieren un prestigio reconocido por los inversores, clientes, proveedores e interlocutores financieros de la empresa. Como consecuencia de esta visibilidad y prestigio, la posición comercial de la empresa, así como las relaciones que esta mantiene con clientes, proveedores, etc. se ven beneficiadas y mejoran notablemente. También mejora la imagen de la marca gracias a la publicidad que el mercado proporciona en los medios de comunicación, lo cual puede hacer que incrementen las ventas de acciones de las empresas.

4. Liquidez para los accionistas:

Las empresas que coticen en *BME Growth* ofrecen a los inversores a través del mercado una liquidez que les permite compatibilizar el carácter de financiación permanente de la empresa con el horizonte temporal que el inversor desee en su inversión. Además, el hecho de cotizar en el mercado bursátil permite a la empresa acceder a una gran red de inversores nacionales e internacionales que comparten el espíritu de la empresa y confían en sus proyectos, por lo que invierten en ella ofreciendo así financiación a la misma.

Todas estas ventajas se resumen en la Figura 3.4: Ventajas para las PYMES que cotizan en *BME Growth*:

Figura 3.4: Ventajas para las PYMES que cotizan en *BME Growth*



Fuente: Elaboración propia

Otras ventajas con las que cuentan las empresas que forman parte de este mercado, son las ayudas económicas que le ofrecen diversos organismos públicos o privados en algunas comunidades autónomas, así como diversos incentivos fiscales que algunas comunidades ofrecen a los inversores que decidan apostar por estas empresas.

➤ Ayudas económicas:

En España, *BME Growth* cuenta con ayudas económicas a empresas, que se realizan, principalmente, a través de créditos blandos que dan diferentes organismos públicos, ya sean estatales como la Empresa Nacional de Innovación, o de carácter autonómico según la comunidad autónoma. Entre ellos destacan los siguientes, siguiendo el artículo de Calderón Patier y González Lorente (2012):

- Empresa Nacional de Innovación, S.A (ENISA):

Esta empresa concederá préstamos (concedidos por el Ministerio de Industria, Comercio y Turismo) para que las empresas que se incorporen a *BME Growth* puedan hacer frente a los gastos asociados a la preparación su salida a *BME Growth*. Este préstamo será como máximo de 1,5 millones de euros, tendrá un vencimiento de dos años y las comisiones y tipos de interés serán del 0%.

- Comunidad de Cataluña:

El Instituto Catalán de Finanzas (ICF) presento en el año 2012 un nuevo fondo de capital riesgo denominado Capital MAB FCR, que estaba destinado a dinamizar la presencia de las empresas catalanas en *BME Growth*, que estaría abierto a todos los inversores institucionales durante un plazo de 10 años. El capital inicial era de 10 millones de euros que se destinarían a cofinanciar, junto con otros inversores, la salida a bolsa de las nuevas compañías catalanas con proyectos de negocios sólidos y realistas, que decidan cotizar en *BME Growth* o las ampliaciones de capital de las que ya están cotizando. Este fondo cubre un 20% de la captación de capital (máximo un millón de euros), debiendo cubrir el colocador el 80% restante de la colocación.

- Comunidad de Galicia:

En la comunidad de Galicia, el Instituto Gallego de Promoción Económica (IGAPE), adscrito a la Conselleria de Economía e Industria, apoya a las empresas regionales que quieran formar parte de *BME Growth* a través de una línea específica que asesora y orienta a estas empresas y que proporcionara ayudas a las empresas que entren a cotizar a *BME Growth*. Si el proyecto se aprueba, este contara con una subvención a fondo perdido del 50% a fondo perdido de los gastos de consultoría o asistencia técnica prestados por IGAPE, con los siguientes limites:

- Hasta 10.000€ por el sondeo prevaloración.
- Hasta 50.000€ por la preparación definitiva de acceso

- Comunidad de Murcia:

En esta comunidad, las ayudas a las empresas que entren a formar parte de *BME Growth*, serán dadas por el Instituto de Fomento de la Región de Murcia (INFO) con las siguientes cuantías máximas:

- Subvención a fondo perdido de hasta un 45%.

- Hasta 7.000€ para sondeo inicial de las condiciones mínimas de partida.
- Hasta 70.000€ para la preparación del acceso definitivo a *BME Growth*.
- Hasta 6.000€ para la presentación a inversores y colocación en *BME Growth*.

➤ **Incentivos fiscales:**

Los inversores que decidan invertir en empresas cotizadas en *BME Growth*, tendrán diferentes incentivos fiscales⁷ dependiendo de la comunidad autónoma a la que pertenezcan, dichos incentivos son los siguientes:

- Comunidad de Aragón:

Pueden realizar una deducción de la cuota íntegra autonómica del impuesto por inversión en acciones de empresas que cotizan en *BME Growth*.

- Comunidad de Galicia:

Pueden realizar una deducción de la cuota íntegra autonómica del impuesto por adquisición de acciones como consecuencia de acuerdos de ampliación de capital suscritos por medio de *BME Growth*.

- Comunidad de Madrid:

En la comunidad de Madrid se prorrogan las deducciones por inversiones realizadas en empresa cotizadas en *BME Growth*.

- Generalitat de Cataluña:

Los contribuyentes se podrán aplicar una reducción del 20% de las cantidades que provengan de inversiones que hayan realizado durante el ejercicio en la adquisición de acciones como consecuencia de acuerdos de ampliación de capital suscritos por medio de *BME Growth*, en el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas (IRPF), siendo el importe máximo que deducir de 10.000€. Estas deducciones se podrán realizar siempre que cumplan una serie de requisitos:

- Participación en la sociedad inferior al 10% de su capital.
- Las acciones deben mantenerse durante 2 años como mínimo.
- La sociedad en la que se invierte debe tener domicilio social y fiscal en Cataluña.

⁷ Para más información consultar la página de *BME Growth*:
<https://www.bmegrowth.es/esp/BME-Growth/Incentivos-Inversores.aspx>

Pese a todas estas claras ventajas que reporta a una empresa, más en concreto a las PYMES, cotizar en *BME Growth*, muchas empresas consideran algunos inconvenientes en la incorporación a *BME Growth*, entre los que destacan los siguientes (Duréndez Gómez Guillamón *et al.*, 2015):

- Factores externos como los complejos procedimientos para poder cotizar (gran transparencia y excesiva información) o la infravaloración en el precio de las acciones al inicio de su cotización en Bolsa.
- La creencia errónea de que cotizando en Bolsa se pierde el control de la compañía. Este hecho se da sobre todo en empresas familiares, característica que poseen la mayoría de las PYMES de nuestro país.
- En muchas ocasiones los propietarios o gerentes de las empresas ven como inconveniente el hecho de tener que adaptarse a los cambios que la entrada a cotización en Bolsa supone para una empresa. En este contexto, entra en juego la pérdida de confidencialidad por parte de la empresa al tener que ofrecer una información transparente y clara al mercado.
- Otro gran inconveniente para las empresas, sobre todo para las PYMES, es la falta de recursos, que en muchas ocasiones no permite a las empresas salir a cotizar en Bolsa.

3.4. ÍNDICES BURSÁTILES FORMADOS EN *BME GROWTH*

En el Mercado para PYMES en Expansión español o *BME Growth*, existen dos índices de referencia creados a partir de ciertas características de las empresas que cotizan en este mercado. Estos dos índices son: el *IBEX Growth Market 15* y el *IBEX Growth Market All Share*, los cuales se explicarán a continuación.

- ***IBEX Growth Market 15 (antiguo IBEX MAB 15):***

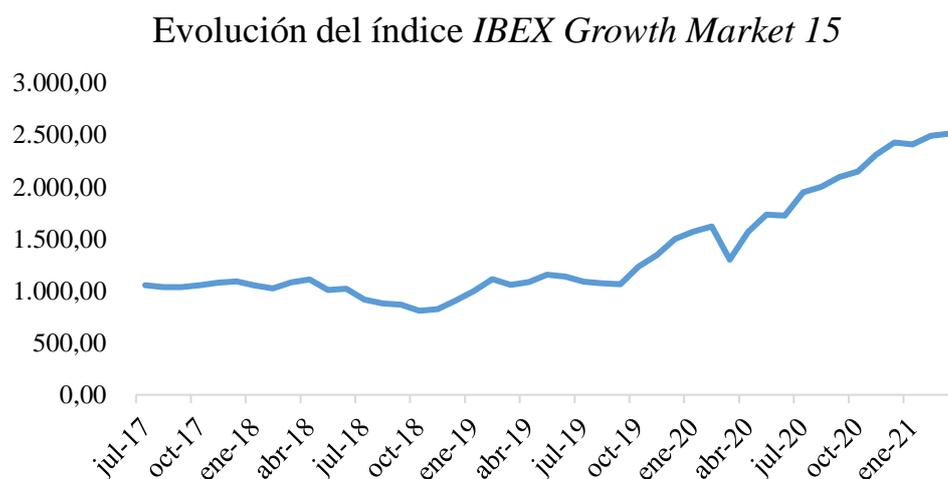
Este índice mide el comportamiento de las quince compañías con mayor volumen de contratación en el segmento *BME Growth* del mercado *BME MTF Equity*. Su fecha de lanzamiento fue el 1 de junio de 2017 y este índice se pondera por la capitalización bursátil ajustada por el capital flotante⁸.

⁸ El Capital flotante (*free float*) es el porcentaje de acciones que una empresa tiene en circulación y que pueden ser adquiridas por inversores minoristas. Este tipo de acciones proporcionan liquidez y dan mayor profundidad a los mercados secundarios. Para más información consultar: <https://economipedia.com/definiciones/capital-flotante-free-float.html>

Las empresas que forman parte de este índice y, por tanto, las 15 empresas con mayor volumen de contratación en *BME Growth* son: *ADL Bionatur, Aqile, Altia, Atrys Health, Coatroochent, Elzinc, Facephi, Gigas, Greenalia, Holaluz, Izertis, Lleidanetwor, Netex y Proeduca* (*BME Growth*, 2021).

El Gráfico 3.1 muestra la evolución que ha tenido este índice en los últimos 4 años, es decir, desde su creación hasta la actualidad.

Gráfico 3.1: Evolución del índice *IBEX Growth Market 15*



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Investing

Como podemos observar en el Gráfico 3.1, el precio de cotización del índice *IBEX Growth Market 15*, ha tenido una trayectoria ascendente desde su creación en el año 2017 hasta la actualidad (abril 2021). Durante estos años ha descendido en varias ocasiones, siendo significativa la caída en marzo de 2020, debido a la crisis de la COVID-19 que se ha vivido en el mundo, y que a España le ha afectado de manera significativa. Sin embargo, la recuperación que ha tenido este mercado es notablemente buena, ya que los precios de cotización de las 15 empresas con mayor volumen de contratación en *BME Growth* se han disparado hasta alcanzar cifras récord desde su creación. De este modo, se ha situado en abril de 2021 en 2.514,00€, cuando en marzo de 2020, al comienzo de la pandemia, se situaba en 1.302,50€, casi el doble en un año.

- **IBEX Growth Market All Share (antiguo IBEX MAB All Share):**

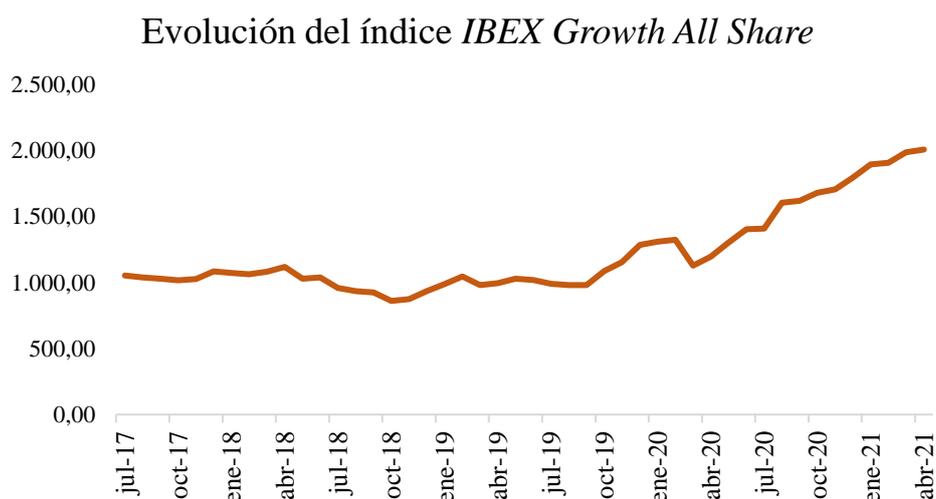
El otro índice formado en *BME Growth*, es el *IBEX Growth Market All Share*, que se compone de aquellos valores que cotizan en el segmento de *BME Growth* del mercado *BME MTF Equity* y su objetivo es proporcionar visibilidad a las compañías de *BME Growth* y medir su evolución en el mercado. Por este motivo, no tiene un número concreto de componentes.

Se lanzó al mercado el 1 de junio de 2017. Este índice excluye las SOCIMIS y cualquier empresa que se dedique a la tenencia de activos urbanos para su arrendamiento, actualmente lo componen las 32 empresas que cotizan en *BME Growth* (abril 2021).

El Gráfico 3.2 muestra la evolución que ha tenido este índice en los últimos 4 años, es decir, desde su creación hasta la actualidad.

Si observamos dicho gráfico, podemos observar que la evolución del índice *IBEX Growth Market All Share*, es la misma que la del otro índice de *BME Growth*, el *IBEX Growth Market 15*, siendo una trayectoria creciente hasta la fecha, con una breve caída en marzo de 2020, provocada por la crisis de la COVID-19, pero cuya posterior recuperación y trayectoria hasta la fecha ha alcanzó récord históricos en los precios de cotización de este índice, situándose en 2.007,70€ en abril de 2021, cuando su valor en marzo de 2020, justo al comienzo de la pandemia fue de 1.128,70€.

Gráfico 3.2: Evolución del índice del *IBEX Growth Market All Share*



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Investing

3.5. OTROS MERCADOS ALTERNATIVOS: REFERENTES DE *BME GROWTH*

En algunos países de Europa, ya existían antes de que se creara en España *BME Growth*, algunos mercados en los que las empresas de menor dimensión cotizan y se benefician de las ventajas de pertenecer a un mercado bursátil. Estos mercados ya existentes son los que se han tomado como referencia en España para la puesta en marcha de *BME Growth* o el mercado para PYMES en expansión. Los principales referentes que hubo para la creación en nuestro país de un mercado destinado a la cotización de las PYMES en los mercados bursátiles son los siguientes:

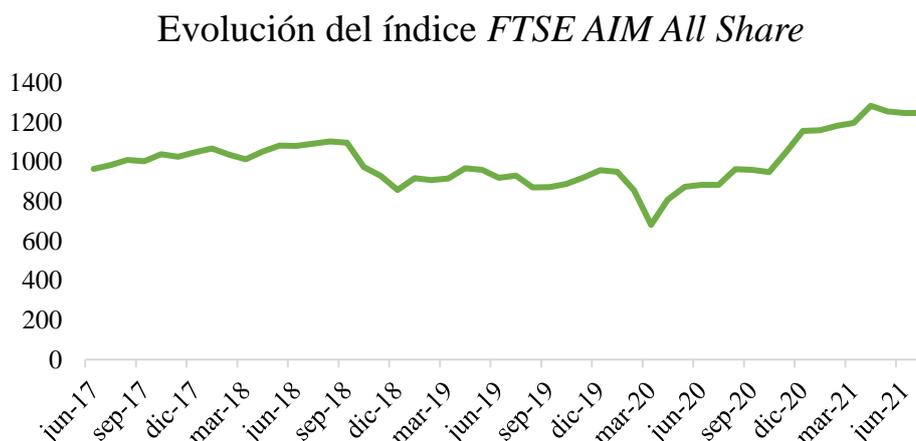
- **Alternative Investment Market (AIM)**

Este mercado nació en el año 1995 en la Bolsa de Londres, con el objetivo de convertirse en un mercado adecuado para empresas innovadoras y en expansión que forman parte de cualquier sector de negocio en todo el mundo. Es regulado por la propia Bolsa desde el año 2004 y es el mercado bursátil de estas características con un mayor índice de crecimiento a nivel mundial. Este mercado es sensible a las recesiones económicas, al estar formado principalmente por empresas con un carácter innovador que son muy sensibles a este tipo de cambios.

Uno de los hechos de que este mercado se haya convertido en un referente para los sucesivos mercados en Europa ha sido la rápida aceptación por parte de las empresas y la creación del *Nominated Advisor*, conocido como *Nomad*, que son entidades autorizadas para verificar que las empresas que salen a cotizar y que cotizan en este mercado cumplen los requisitos y las obligaciones que se les imponen. Con esto se externaliza parte de la labor de supervisión y se pone a disposición de las empresas los valores de un especialista -obligatorio-, que además se encarga de asesorar a las empresas y garantizar el cumplimiento de la normativa para el mercado.

Uno de los índices de este mercado, el *FTSE AIM All Share*, ha ido disminuyendo con el paso de los años, siendo más pronunciada esta caída durante la pandemia (2020), tal y como muestra el Gráfico 3.3. A pesar de claras disminuciones, la recuperación en forma de “V” ha sido muy rápida, hasta alcanzar en junio de 2021 valores mucho más altos que los que tenía antes de la pandemia.

Gráfico 3.3: Evolución del índice FTSE AIM All Share del mercado AIM



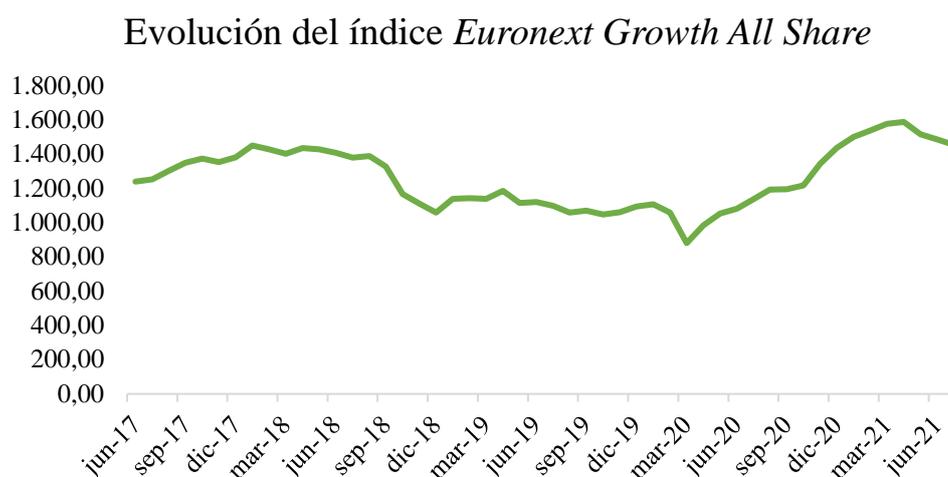
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Investing

- **NYSE Alternext:**

Fue creado en 2005, con sede principal en París y forma parte del grupo *Euronext*, adquirido a su vez por el grupo la *New York Stock Exchange (NYSE)*. Está regulado por el propio *NYSE Euronext*. El principal objetivo de este mercado es organizar la admisión a negociación y permanencia en el mercado de las empresas innovadoras, jóvenes y en crecimiento de diferentes sectores de la eurozona. Los trámites para acceder a este mercado son similares, pero más ágiles y asumibles que en el mercado principal, para una empresa de menor dimensión. En este mercado también se creó la figura del asesor de las compañías que quieran cotizar, al igual que en el AIM, pero denominado en este mercado *Listing Sponsor* y puede ser una firma de asesoramiento, un banco de inversión etc., que acompaña a la empresa en todo el proceso.

Tal y como se observa en el Gráfico 3.4, el índice de este mercado, el *Euronext Growth All Share*, ha disminuido de forma más significativa que los índices de otros mercados europeos, como por ejemplo el *FTSE AIM All Share*, con la pandemia y los años previos a la misma, sin embargo, la recuperación en forma de “V” ha sido rápida al igual que en los otros mercados, pero en este caso los valores en los que se ha situado tras la pandemia son valores cercanos a los que tenía los años previos a la misma.

Gráfico 3.4: Evolución del índice Euronext Growth All Share del mercado NYSE Alternext



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Investing

- **Otros mercados creados recientemente:**

Se han creado mercados con características similares en varios países, al igual que en España se creó el *BME Growth* (antiguo MAB). Estos mercados son el AIM Italia y AIM Japón, filiales del británico.

Gracias a todos estos referentes, sobre todo al *Alternative Investment Market* (AIM) de la *London Stock Exchange* (LSE), cuya normativa y funcionamiento, fueron las bases del éxito del mercado creado en España bajo estas características *BME Growth*, a pesar de las diferencias culturales y financieras existentes entre ambos países (Carro, 2012).

Si comparamos los requisitos de acceso a *BME Growth*, con los requisitos de acceso a los mercados que sirvieron a este como referencia durante su creación, encontramos las siguientes diferencias:

- En el caso del tamaño mínimo, el AIM no exige un tamaño mínimo a las empresas que se quieran incorporar a este mercado y en el caso del *Alternext*, exige a las empresas al menos 2,5 millones de euros en oferta o 5 millones en *listing*⁹.
- El *Alternext* exige que las empresas tengan dos años de historia antes de incorporarse al mercado, en cambio el *BME Growth* no exige que tengan historia al igual que ocurre en el AIM, pero este último exige dos requisitos:

⁹ El *listing* es una modalidad de acceso al mercado en la que la compañía se incorpora sin necesidad de lanzar una OPV ni de suscripción de acciones.

- Si la oferta pública es de tres años, aplica la Directiva de folletos¹⁰
- Previstas las cláusulas de *lock-in*¹¹, al menos dos años.
- En el caso de los estatutos del AIM, no se debe limitar la participación de acciones, ni tampoco limitar la posesión a accionistas nacionales o extranjeros.
- En los mercados *BME Growth* y *AIM* no se exige un número mínimo de accionistas a la empresa que quiere cotizar en ellos, en cambio en el mercado *Alternext*, las empresas deben tener al menos 5 accionistas “no relacionados”.
- Los títulos tienen varias diferencias y semejanzas en los tres mercados, de forma que en los títulos que se incluyan en estos tres mercados tienen las semejanzas de ser transferibles en los tres y negociables solamente en el *AIM* y el *Alternext*. Además, en *BME Growth* los títulos deben estar totalmente desembolsados, representados mediante anotaciones en cuenta y poder ser liquidados. Mientras que en el *AIM* los títulos deben ser de la misma clase y estar entregados y registrados en el momento de la inclusión. Por su parte, los títulos del *Alternext* deben ser elegibles para operaciones en un depositario central.

Estas diferencias y semejanzas de inclusión se representan en la Tabla 3.2.

Tabla 3.2: Diferencias para la inclusión de una empresa entre los mercados referentes de *BME Growth*

	<i>BME Growth</i>	<i>AIM</i>	<i>Alternext</i>
<i>Títulos</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Transferibles - Totalmente desembolsados - Representados en AC - Liquidación Iberclear 	<ul style="list-style-type: none"> - Transferibles - Negociables - De la misma clase - Estar entregados y registrados electrónicamente 	<ul style="list-style-type: none"> - Transferibles - Negociables - Elegibles para operaciones en un depositario central - Se liquidan en <i>LCH Clearment SA</i>

Fuente: Elaboración propia

¹⁰ La Directiva de Folletos es un sistema instaurado por el Parlamento Europeo y el Consejo que establece la noción común de “oferta pública” y que establece toda la información necesaria sobre los términos de la oferta y los valores de manera que el inversor disponga de la información necesaria para decidir sobre la adquisición o suscripción de estos valores. Para más información consultar:

https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/660255/sanchez_fernandez_sara.pdf

¹¹ Las cláusulas de *lock-in* se realizan entre la empresa que busca ser admitida en el *AIM*, su Asesor Designado y algunos accionistas para restringir la disposición de intereses a la hora de vender las acciones de la empresa tras la incorporación a *AIM*.

3.6. CONSECUENCIAS DE LA COVID-19 EN *BME GROWTH*

Debido a las consecuencias que la crisis de la COVID-19 ha provocado en los mercados españoles, BME ha publicado un informe en el que detalla la situación vivida en la economía del país y más concretamente como han reaccionado los mercados (Bolsas y Mercados Españoles (BME), 2020). En este apartado del TFG se detallan los sucesos más importantes en *BME Growth* durante esta pandemia y, por tanto, se explicarán en este punto algunas de las consecuencias de esta crisis para *BME Growth*.

Este virus que llegó a España en el año 2020 hizo que en marzo de ese mismo año se paralizase la economía del país completamente al declararse el Estado de Alarma y con él un confinamiento domiciliario que trastocó las vidas de la mayoría de los españoles y que ha traído consigo unas consecuencias sanitarias y económicas de una intensidad sin precedentes. Toda esta incertidumbre acerca de este nuevo virus que estaba provocando un número muy elevado de contagios y de muertes, se trasladó también a los mercados financieros españoles en mayor o menor medida al conducir a los ciudadanos a tener actitudes más conservadoras y precavidas ante sus ahorros. Esto es así, ya que a pesar de que los mercados y sistemas gestionados por BME se han mantenido abiertos y han seguido funcionando con normalidad durante todo el año 2020 y también durante el Estado de Alarma, esta crisis sanitaria internacional ha incrementado la incertidumbre y volatilidad de los mercados, que ya se encontraban en situaciones tensas a nivel global tanto por motivos geopolíticos como comerciales.

El Director Gerente de *BME Growth*, Jesús González Nieto (2020), ha señalado la gravedad para las empresas de la actual crisis que atraviesa el país a causa de la pandemia de la COVID-19, por lo inesperado pero profundo de esta crisis, que está provocando en las empresas la gran incertidumbre de si podrán volver a abrir sus puertas y con ello superarla. En estos momentos tan delicados para las empresas, muchas de ellas necesitan más financiación de la habitual para crecer, y es importante que las PYMES aprendan a financiarse en el mercado de valores para cuando la financiación bancaria se reduzca en tiempos de crisis como el actual.

Las PYMES, que representan el 65% del PIB español, se han visto afectadas, como hemos dicho, de forma bastante severa por la crisis de la COVID-19, disminuyendo en un 80% de ellas los ingresos desde el inicio de la crisis. En este contexto, la necesidad de financiación, que ya por su naturaleza tienen este tipo de empresas, se intensifica y *BME*

Growth está demostrando ser una fuente inestimable de liquidez para combatir esos déficits de liquidez que tienen las PYMES. Esto se debe a que las compañías que forman parte de *BME Growth* se han mostrado especialmente resilientes durante la pandemia, mientras la mayoría de las PYMES luchan por sobrevivir.

En este contexto, *BME Growth* se ha consolidado en este año 2020, año marcado por la pandemia, como una fuente de financiación para todo tipo de empresas, ya que ha seguido funcionando con normalidad, transparencia, seguridad y liquidez. De esta forma, los índices que forman parte de este mercado: el *IBEX Growth Market 15* y el *IBEX Growth Market All Share* se han revalorizado un 51,52% y un 37,93% respectivamente durante el año 2020, indicando la clara evolución positiva que este mercado ha tenido durante el año de pandemia. Esto se explica debido a las diferencias de estructura sectorial de las compañías que forman parte de este mercado, lo cual explica los comportamientos tan dispares que han ayudado a los índices de valores de menor tamaño a superar esta crisis con éxito, así como a las primeras apariciones en cuanto a vacunas aprobadas, que han permitido recuperar un entorno positivo y esperanzador al mejorar y ascender las cotizaciones de algunas empresas que habían sido muy castigadas durante el año 2020.

La mejora de *BME Growth* tras la COVID-19 se hace notable a través del crecimiento en el año 2020 del 5% en la capitalización de este mercado, que ha alcanzado los 15.901 millones de euros. También cabe destacar que son 10 las empresas que se han incorporado a *BME Growth* durante el año 2020, agregando una financiación total de 383 millones de euros a través de 59 operaciones de financiación en *BME Growth*. En este sentido, destaca especialmente la aportación de valor de la Bolsa al crecimiento empresarial, con la incorporación de la empresa *Cuatrochenta*, procedente del Entorno Pre-Mercado (EpM)¹².

Además, otro de los hechos relevantes que ha hecho especialmente resiliente a *BME Growth* a la pandemia, es el hecho de que la mayoría de las empresas que forman parte de este mercado pertenecen a sectores que se han encontrado bien posicionados e incluso beneficiados en algunos casos durante la pandemia, como son: sector tecnológico (software y electrónica), el sector farmacéutico, el sector biotecnológico, el sector de la ingeniería o el sector de las telecomunicaciones, coincidiendo con algunos de los sectores

¹² El Entorno Pre-Mercado es un programa formativo y de *networking* exclusivo, que ayuda a que las PYMES en expansión conozcan el funcionamiento de los mercados de capitales y accedan a inversores privados e institucionales.

más presentes en *BME Growth* tal y como muestra el Gráfico 5.5. Cabe destacar que el caso contrario dentro de este mercado es el de las SOCIMIs, que han tenido resultados más variados y en ocasiones muy negativos (BME Growth, 2020a).

En la *Newsletter*¹³ de *BME Growth*, se han publicado varios detalles sobre las consecuencias que la pandemia de la COVID-19 ha provocado en este mercado que confirman la información anterior. Cabe destacar las publicaciones de: marzo 2020, julio 2020 y enero 2021 las cuales se resumen a continuación:

- **Publicaciones de marzo de 2020:**

Los datos de *BME Growth* para el primer trimestre de 2020, trimestre marcado por la pandemia de la COVID-19, arrojaba unas cifras menos negativas de lo esperado en comparación con la mayoría de los mercados bursátiles del entorno. De esta forma, los índices de *BME Growth*: el *IBEX Growth Market 15* y el *IBEX Growth Market All Share* se resintieron solamente un 13% y un 12%, respectivamente, durante estos primeros meses del año 2020 en los que comenzaba la pandemia. Además, hubo noticias muy positivas en este contexto, ya que el volumen de contratación en este primer trimestre de 2020 superaba en más de un 160% a las cifras del primer trimestre del año 2019 y se incorporaron al mercado 2 nuevas compañías: *Making Science* y *Home Capital Rentals*.

En marzo de 2020, la Autoridad Europea de los Mercados de Valores (*European Securities and Markets Authority*, ESMA) realizó una publicación con una serie de recomendaciones a todos los participantes de los mercados financieros de la Unión Europea, en la que aconsejaba que se debía seguir adelante con los planes de continuidad de negocio que tuviera cada compañía, difundir sin demora toda la información relevante para el mercado a consecuencia del impacto de la COVID-19, que esa información financiera que se debe proporcionar al mercado sea transparente sobre los impactos de la COVID-19 en la compañía y que los gestores de fondos deben continuar aplicando los requisitos relativos a gestión de riesgos y actuar en consecuencia (*European Securities and Markets Authority*, 2020).

- **Publicaciones julio de 2020:**

La evolución de *BME Growth* recogía cifras muy positivas en el primer semestre de 2020 a pesar de la pandemia, ya que los índices de *BME Growth*: el *IBEX Growth Market 15* y

¹³ Se puede ver la *Newsletter* de *BME Growth* en el siguiente enlace: <https://www.bmegrowth.es/esp/BME-Growth/Newsletter.aspx>

el *IBEX Growth Market All Share*, confirmaban su evolución en forma de “V”, tras la revalorización que tuvieron en este periodo (enero-julio de 2020) de un 15,61% y un 9,15%, respectivamente. Además, el volumen de contratación continuaba en aumento, situándose un 110% por encima de las cifras de 2019.

- **Publicaciones enero de 2021:**

BME Growth finalizó el año 2020, año marcado por la pandemia de la COVID-19, con un entorno muy positivo, ya que las empresas que cotizan en este mercado han sido capaces de adaptarse a pesar de la crisis provocada por la pandemia, consiguiendo una mayor liquidez (el 80% más que en el año 2019), una financiación de más de 400 millones de euros a través de 71 operaciones, 10 empresas se han incorporado a *BME Growth* en el año 2020 y además, la capitalización de *BME Growth* creció en 2020 un 5,16% más que en el periodo anterior (año 2019).

En este mismo contexto de evolución positiva ante la COVID-19 de *BME Growth*, cabe destacar que los índices de este mercado: el *IBEX Growth Market 15* y el *IBEX Growth Market All Share*, se encontraban en el año 2020 entre los índices más rentables del mundo, al haberse revalorizado un 51,52% y un 37,93%, respectivamente, durante el año de pandemia, mientras que la mayoría de los índices de los principales mercados europeos cerraban el año en cifras negativas.

En este contexto de mejoras y beneficios para las empresas de *BME Growth* durante este año 2020, cabe destacar por ejemplo el caso de *Proeduca*. Esta empresa es una matriz de la Universidad Internacional de La Rioja, con una capitalización de las más altas de *BME Growth*, que supera los 700 millones de euros. Esta empresa ha duplicado su precio en el año 2020 y ha pasado a negociarse en el mercado abierto de *BME Growth*, es decir, en lugar de cruzarse sus operaciones solamente dos veces al día (a las 12h de la mañana y a las 4h de la tarde) paso a negociarse de manera permanente, por decisión del departamento de supervisión de la plataforma. Esto ha ocurrido ya que la esta empresa ofrece la docencia de manera online, lo cual se ha impulsado notablemente tras la suspensión de las clases presenciales en las universidades y escuelas de postgrado, hecho que ha aumentado la búsqueda de docencia online por muchos estudiantes y ha aumentado, por tanto, el número de matriculaciones en esta Universidad, lo cual se traduce en un aumento de los precios de las titulaciones, beneficios para *Proeduca* (Cinco Días, 2020).

4. REVISION DE LITERATURA ACADÉMICA E HIPOTESIS PLANTEADAS:

A lo largo de la historia, varios autores (Cazorla Prieto, 2016; Del Olmo García, 2013; Giralt Serra y Gonzalez Nieto-Márquez, 2014; Soto Araneta *et al.*, 2013, entre otros) han determinado en sus estudios que las PYMES en España dependen en gran medida de la financiación bancaria, motivo por el cual este tipo de empresas están más expuestas a recesiones o cambios económicos. Dado que las PYMES son el modelo de empresa que más abunda en este país, representando desde hace años cerca del 99% del total del tejido empresarial español (Jara Corrales y Palacín Sánchez, 2012; Nuño Cervero, 2012), cobra especial importancia que este tipo de empresas tengan alternativas para financiarse y puedan dejar de depender tanto de la financiación bancaria.

Además, en contextos de crisis o recesión económica, la financiación ofrecida a las PYMES se contrae y estas empresas quedan a merced de la dependencia bancaria (Álvarez Otero, 2021; Calderón Patier y González Lorente, 2012). Por ese motivo, entre otros, se puso en funcionamiento en el año 2009 el mercado para PYMES en expansión de BME o *BME Growth* con la finalidad de ofrecer a las PYMES una nueva forma de obtener la financiación que necesitan, sin necesidad de recurrir a la tradicional financiación bancaria (Duréndez Gómez Guillamón *et al.*, 2015; Giralt Serra y Gonzalez Nieto-Márquez, 2014).

Por otro lado, varios autores (Arosa *et al.*, 2010; Duréndez Gómez Guillamón *et al.*, 2015; Miralles Marcelo *et al.*, 2014, entre otros), han estudiado las características más comunes de las PYMES en lo que respecta a su estructura de propiedad. Estos estudios concluyen que la mayoría de las PYMES españolas son empresas familiares, motivo por el que se observa mayor reticencia por parte de los empresarios de las PYMES a perder el control de la compañía y, por ende, a salir a cotizar en los mercados financieros. En este contexto, Miralles Marcelo *et al.* (2014) concluyen que existe una relación directa y positiva entre el tamaño y la edad de la empresa en empresas familiares, con el desempeño contable de la misma, pero son menos sólidas en lo que respecta al desempeño de mercado. Se concluye que las empresas familiares tienen mejores resultados que las no familiares, pero se debe mantener un tamaño pequeño en la empresa para sobrevivir más tiempo en el mercado. Además, las empresas familiares presentan más riesgo, pero también más oportunidades de crecimiento, ya que los inversores financieros normalmente no piden

un rendimiento adicional para invertir en estas empresas. Sin embargo, las empresas familiares que son dirigidas por una persona externa y no el dueño de la compañía, obtienen mejores resultados que las empresas dirigidas por el propio dueño (Miralles Marcelo *et al.*, 2014).

Pero para las PYMES, la decisión de salir a cotizar a Bolsa supone un cambio importante y es, por tanto, una decisión en la que se deben tener en cuenta las ventajas y desventajas que esta opción les aportara tanto en el presente, como en el futuro. La principal ventaja que esta decisión le aporta, es el acceso a una nueva fuente de financiación que le permite expandirse y llevar a cabo sus proyectos, pero al mismo tiempo esto supone para la empresa un cambio en su estructura financiera y de propiedad, que, sobre todo en las PYMES familiares es una decisión que puede afectar a su capacidad de tomar decisiones e influir sobre la cultura familiar de la empresa al entrar nuevos accionistas externos (Giralt y González Nieto, 2012).

En este contexto, Duréndez Gómez Guillamón *et al.* (2015), concluyen que para las PYMES y, más concretamente, las PYMES familiares, *BME Growth* ofrece grandes beneficios y también elimina algunas de las mayores barreras de entrada al mercado a este tipo de empresas, entre las que cabe destacar: 1) complejos procedimientos para cotizar en la Bolsa tradicional; 2) exigencias muy altas de transparencia y difusión de información que muchas empresas familiares ven como pérdida de control; 3) costes muy elevados; 4) infravaloración de precios, etc. De esta forma, los principales motivos por los que las empresas de estas características deciden cotizar en Bolsa es por la conversión en liquidez de las acciones, por la obtención de una valoración objetiva para la empresa y por la mejora de los mecanismos de Gobierno Corporativo, entre otras ventajas que el mercado les aporta.

Una vez que las empresas han tomado la decisión y han conseguido incorporarse a *BME Growth*, son muchas las ventajas que la cotización en este mercado les reporta tal y como han estudiado varios autores en estos años (Carro, 2012; Jara Corrales y Palacín Sánchez, 2012; Mariño Garrido y Escudero Prado, s. f.), y por ende, se han explicado dichas ventajas en el apartado 3.3.4.

Sin embargo, el estudio de Lacalle Castillo *et al.* (2015) demuestra que tras la incorporación a *BME Growth*, las acciones se infravaloran durante el primer día de negociación, debido a que los precios de las Ofertas Públicas Iniciales (OPIs) no recogen

toda la información existente en el mercado. Este efecto es mayor, cuanto mayor sea el tamaño de la oferta, con la finalidad de favorecer la adjudicación entre los inversores, y cuanto mejor sea el clima bursátil; y es menor cuanto mayor tamaño y edad tengan las empresas. Pero el efecto dura solo la primera sesión de cotización de esas acciones, se resuelve el primer día y no vuelve a aparecer en las siguientes sesiones.

Por otra parte, el impacto que la crisis provocada por la COVID-19 ha tenido en la economía española y, por ende, en la supervivencia de las empresas es muy profundo y de gran repercusión, tal y como han indicado ya varios autores (Hernández de Cos, 2020a; Martínez *et al.*, 2020). Todas las consecuencias que ha tenido la pandemia en la vida de los españoles y de las empresas del país, ha hecho que todos ellos se reinventen y conciban una nueva forma de vida y un nuevo modelo de negocio adaptado a las circunstancias que la pandemia ha impuesto.

El hecho de que la economía española dependa en gran parte del turismo, uno de los sectores más afectados por esta crisis, y que la mayoría de las empresas que conforman el tejido empresarial español sean PYMES como ya se ha comentado anteriormente, ha hecho que la repercusión en el país sea elevada, a pesar de partir de un contexto mejor que del que se partió en la crisis del año 2008. Todo esta situación favorece, según Martínez *et al.* (2020), que el riesgo de insolvencia de las empresas pueda triplicarse debido a los efectos de la pandemia.

Destaca Hernández de Cos (2020b) que la recuperación será relativamente rápida aunque esta sometida a un elevado nivel de incertidumbre, pero los niveles previos a esta crisis no se alcanzarán hasta pasado el año 2022 en la mayoría de los sectores. En el primer trimestre del año, la pandemia provocó grandes efectos negativos en los beneficios y en la rentabilidad de las empresas españolas. Además, la probabilidad de que se generen problemas de liquidez en las empresas a causa de la caída de los ingresos es una cuestión que se plantea en muchas empresas españolas. Es muy probable también que las empresas españolas, sobre todo las PYMES, aumenten sus niveles de endeudamiento en esta crisis.

En lo que respecta a los mercados financieros españoles, Hernández de Cos, (2020b) destaca la rápida recuperación de las bolsas con el descenso de las volatilidades tras la implementación de las políticas monetarias y fiscales globales. Esto ha provocado que incluso se alcanzaran máximos históricos en el ratio de precios de las acciones sobre beneficios. De esta forma, estas empresas que tras la pandemia de la COVID-19 necesitan

financiación pueden recurrir a fuentes externas de financiación, como al mercado para PYMES en España: *BME Growth*. Los efectos de la pandemia en las empresas que forman parte de él han sido menos significativos que para las empresas que no forman parte de este mercado, llegando incluso a mejorar su situación financiera previa a la crisis, según el informe de mercado de 2020 para *BME a SIX Company* (Bolsas y Mercados Españoles (BME), 2020).

De esta forma, a pesar de que la mayoría de PYMES españolas hayan estado luchando por sobrevivir a la pandemia, las compañías que forman parte de *BME Growth* han sido resilientes ante la misma, llegando incluso a mejorar sus beneficios y perspectivas futuras. Esto es debido a que a pesar de que la mayoría de sectores han sufrido mucho durante la pandemia, hay sectores en los que el impacto de la COVID-19 no ha sido tan drástico, este es el caso de los sectores como salud, biotecnología, ingeniería o telecomunicaciones, sectores que predominan en la composición de *BME Growth*, uno de los motivos por los cuales ha superado con éxito la pandemia (*BME Growth*, 2020).

Siguiendo el razonamiento previo de estos autores, cabe esperar que la evolución de *BME Growth* tras la pandemia haya sido positiva a pesar de la evolución y las graves consecuencias negativas que la economía española, en general, ha experimentado a lo largo del año 2020, año marcado por la pandemia de la COVID-19. Por este motivo, se plantean las siguientes hipótesis de investigación:

H1: “La crisis provocada por la pandemia de la COVID-19 ha beneficiado a las empresas que forman parte de *BME Growth*, mejorando su rentabilidad tras dicha crisis.”

H2: “La variación en la rentabilidad será mayor en las empresas más líquidas de *BME Growth* en este periodo”

H3: “La variación en la rentabilidad de estas empresas será mayor para las empresas cuya propiedad sea de tipo familiar”

H4: “El sector farmacéutico y de biotecnología, así como el de telecomunicaciones han influido positivamente en la variación de la rentabilidad de las empresas de *BME Growth* durante la pandemia”

5. BASE DE DATOS Y METODOLOGÍA

De acuerdo con el objetivo de este trabajo de analizar los determinantes en la variación de la rentabilidad que han tenido las empresas cotizadas en *BME Growth* durante la pandemia de la COVID-19 (2019-2020), la base de datos considerada serán los datos económico-financieros y los datos de propiedad y estructura, relativos a las 38 empresas con datos disponibles, que han formado parte de *BME Growth* en el periodo a estudiar (2018-2020). Con estos datos se llevará a cabo un estudio de tipo cuantitativo a través de un modelo de regresión múltiple, para lo que se utilizarán técnicas econométricas, aplicadas a través del programa estadístico *Gretl*, con la finalidad de aportar evidencia empírica del impacto que la pandemia de la COVID-19 ha supuesto en este mercado.

5.1. RECOGIDA DE DATOS

Los datos utilizados han sido recogidos a través del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (SABI). En esta base de datos se han buscado las empresas que formaban parte de *BME Growth* en el periodo a estudiar (2018-2020) y se han encontrado datos relativos a 38 de ellas para este periodo.

De esta forma, los datos recogidos han sido los relativos a diferentes variables, las cuales ordenadas por orden alfabético, son: activos, apalancamiento, EBITDA, edad de las empresas, endeudamiento, ISIN, liquidez, localidad de la empresa, número de empleados, propiedad, rentabilidad económica (ROA), sector de actividad y ticker. Las 38 empresas cotizadas en *BME Growth* serán los individuos a estudiar en el análisis empírico. En este periodo de tiempo, algunas empresas han dejado de cotizar, por ello los datos relativos a las empresas pueden variar en algunos años.

Las empresas consideradas para el estudio son: *Inkemia Iuct Group S.A.*, *ADL Bionatur Solutions S.A.*, *Agile Content S.A.*, *Alquiber Quality S.A.*, *Altia Consultores S.A.*, *Aspy Global Services S.A.*, *Asturiana De Laminados S.A.*, *Atrys Health S.A.*, *Catenon S.A.*, *Clerhp Estructuras S.A.*, *Clever Global S.A.*, *Commcenter S.A.*, *Domo Activos S.A.*, *Euroespes S.A.*, *Eurona Wireless Telecom S.A.*, *Facephi Biometria S.A.*, *Gigas Hosting S.A.*, *Greenalia S.A.*, *Griño Ecologic S.A.*, *Holaluz-Clidom S.A.*, *Home Meal Replacement S.A.*, *Iffe Futura S.A.*, *Imaginarium S.A.*, *Inclam S.A.*, *Izertis S.A.*, *Lleidanetworks Serveis Telematics S.A.*, *Making Science Group S.A.*, *Medcom Tech S.A.*, *Mondo Tv Iberoamerica S.A.*, *NBI Bearings Europe S.A.*, *Netex Knowledge Factory S.A.*, *Pangaea Oncology S.A.*,

Plasticos Compuestos S.A., Proeduca Altus , Robot S.A., Secuoya, Grupo De Comunicacion S.A., Soluciones Cuatroochenta S.A. y Tier 1 Technology S.A.

5.2. EVOLUCIÓN DEL *BME GROWTH* (2008-2020)

La evolución de *BME Growth* desde su entrada en funcionamiento en 2008 hasta la actualidad, analizándose hasta el último año completo con datos disponibles (2020), da constancia de una evolución positiva tanto para las empresas que cotizan en él como para la economía del país, al ofrecer a las empresas una fuente de financiación que las hace depender de forma menos estricta de la financiación bancaria.

Como hemos dicho anteriormente, *BME Growth* o el Mercado para PYMES en expansión de BME inició su andadura con la incorporación a cotización de la primera compañía en él, ZINKIA (la productora creadora de Pocoyó), que, actualmente, ya no cotiza en *BME Growth*, debido a la decisión por parte de la empresa de abandonar este mercado ya que consideraban que la cotización en el mercado no les reportaba ninguna ventaja, ni a la empresa ni a los accionistas, ya que había una liquidez muy reducida para sus títulos y los costes adicionales que les ocasionaba la gestión de la actividad en el mercado no le eran asequibles (Agencias, 2018). Actualmente, cuenta con 117 empresas, de las que solo analizaremos las 38 empresas en expansión que cotizaban en *BME Growth* en los años 2018-2020. El resto son SOCIMIs, las cuales se han excluido del estudio por sus peculiares características o empresas que no formaban parte del mercado en ese periodo.

Se pueden observar en la Tabla 5.1 algunas de las empresas que han dejado de cotizar desde la creación de *BME Growth* hasta la actualidad. Comprobamos en dicha tabla que la primera empresa que entro a cotizar en *BME Growth* en el año 2009, *Zinkia Entertainment*, ha dejado hace apenas dos años de cotizar en *BME Growth*. Además, vemos que son 18 las empresas que han dejado de cotizar en *BME Growth* en los últimos años, a pesar de que algunas de ellas, como *Akiles*, *Eurona* o *Imaginarium*, llevaban más de 10 años cotizando en este mercado.

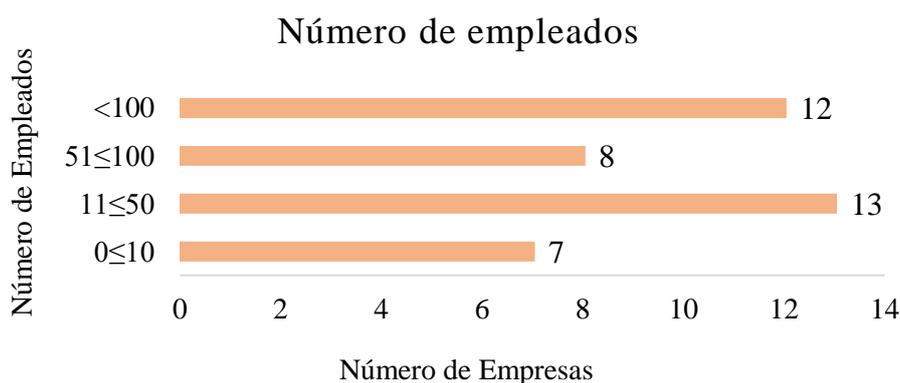
Tabla 5.1: Exclusiones de cotización en BME Growth desde su creación

Empresa	Inicio cotización	Año de suspensión	Años en bolsa
Zinkia Entertainment	15/07/2009	11/02/2019	11
Let's Gowex	12/03/2010	27/07/2018	8
Negocio y estilo de vida	07/06/2010	06/03/2014	4
Bodaclick, S.A.	30/06/2010	30/04/2015	5
Neuron Biopharma, S.A.	01/07/2010	13/12/2019	9
AD-BIOTICS	20/07/2010	13/12/2019	9
Grupo Nostrum RNL, S.A.	10/11/2010	06/03/2014	4
LUMAR	05/07/2011	22/02/2016	5
Carbures Europe	26/01/2012	26/11/2018	7
Suavitas	30/03/2012	30/05/2014	2
INKEMIA	04/12/2012	29/04/2019	7
NPG Technology	22/04/2014	04/05/2015	1
ECG	05/11/2014	28/09/2018	4
Home Meal	04/12/2014	22/02/2019	5
Agile	23/11/2015	03/05/2021	6
Akiles	05/07/2013	10/11/2020	7
Eurona	15/12/2010	30/04/2020	10
Imaginarium	01/12/2009	18/11/2020	12
INCLAM	29/07/2015	30/04/2021	6

Fuente: Fichas de las empresas - <https://www.bmegrowth.es/esp/Listado.aspx>

Por otra parte, podemos ver en el Gráfico 5. 1 la distribución de estas empresas según el número de empleados que tienen. De esta forma, podemos observar que solo 12 de las 42 empresas que forman parte de la lista de empresas de *BME Growth* tiene más de 100 empleados. La mayoría de estas empresas, exactamente 13 de ellas, tienen entre 11 y 50 empleados y, solamente, 7 de ellas tienen entre 0 y 10 empleados.

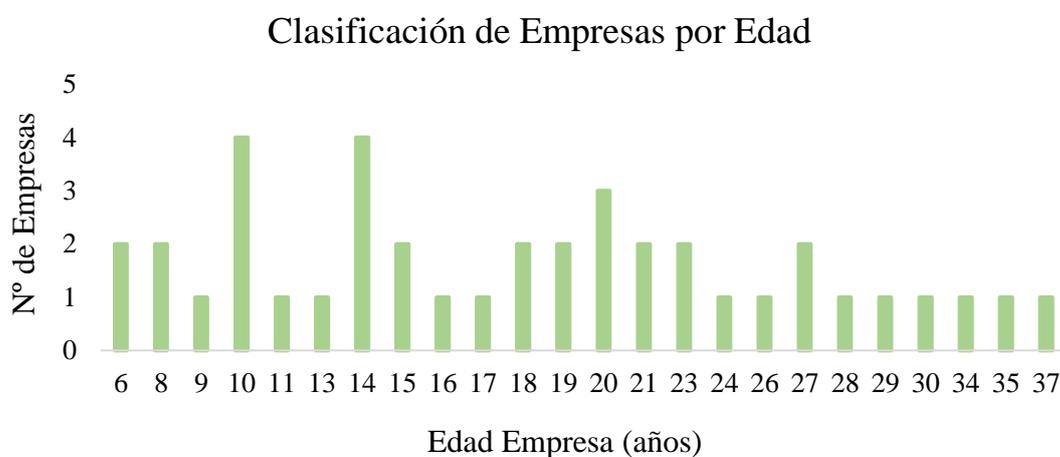
Gráfico 5. 1: Empresas de BME Growth por número de empleados



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI

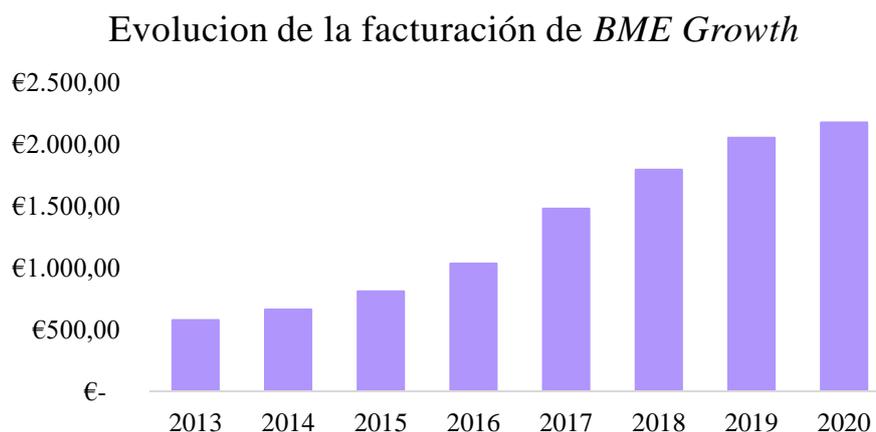
En el Gráfico 5. 2, podemos observar la edad de las empresas que forman parte de *BME Growth*, de forma que observamos que predominan las empresas de 10 y 14 años, seguidas por las empresas de 20 años. Son por tanto empresas sólidas y con una edad suficientemente alta como para estar consolidadas. La edad media de las empresas que forman parte de *BME Growth* es de 20 años.

Gráfico 5. 2: Clasificación de las empresas de BME Growth por edad



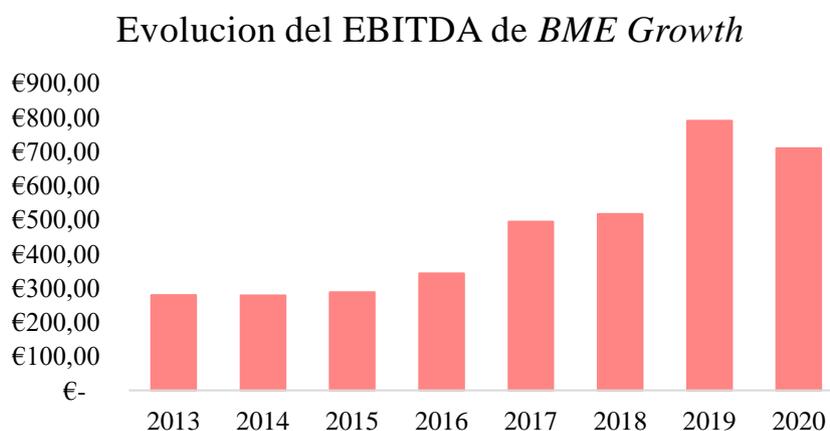
Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI

El Gráfico 5.3 muestra la evolución de la facturación de las empresas de *BME Growth* desde el año 2013 hasta el año 2020, siendo dicha evolución creciente en todos los periodos, inclusive en el año 2020, marcado por la pandemia provocada por la COVID-19. Esto supuso que el crecimiento anual compuesto en los últimos 7 años fue del 20,8%.

Gráfico 5.3: Evolución de la facturación de *BME Growth* (2013-2020)

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Yahoo Finance

El Gráfico 5.4 muestra la evolución del EBITDA de las empresas de *BME Growth*, el cual ha disminuido durante el año 2020 como consecuencia de la pandemia, sin embargo, la disminución no ha sido demasiado elevada, situándose por encima de los valores de los periodos mostrados en el gráfico, a excepción del valor del año 2019, valor más alto de los analizados.

Gráfico 5.4: Evolución del EBITDA de *BME Growth* (2013-2020)

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Yahoo Finance

En el Gráfico 5.5, se muestra la distribución de las 42 empresas que actualmente forman parte de la lista publicada en la página de *BME Growth*, según el tipo de actividad ¹⁴ que desarrollan (a pesar de que 10 de ellas no coticen actualmente, pero se incluyen en la lista

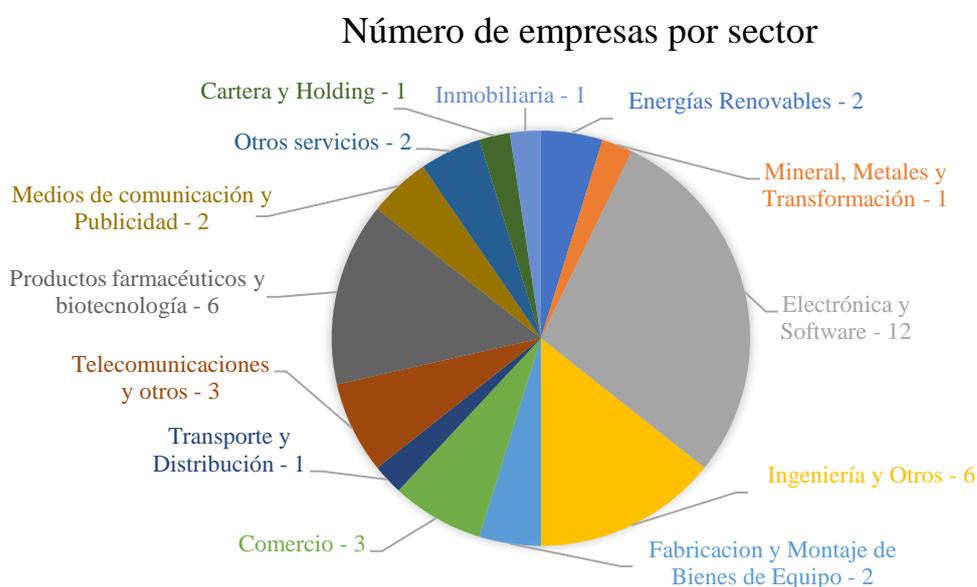
¹⁴ Se puede ver el listado completo de las empresas con sus correspondientes sectores de actividad en: *Anexo 1: Empresas por sector de actividad que forman parte de BME Growth*

publicada en la página de *BME Growth*¹⁵). *BME Growth* cuenta con empresas de distinta dimensión y diversidad en lo que respecta a los sectores de actividad. De esta forma podemos observar que destacan las empresas que se dedican a la Electrónica y al Software (12 empresas), ya que es un sector que necesita innovar constantemente y, por tanto, necesita financiación continua, razón crucial por la que este tipo de empresas acuden al Mercado. Le siguen los sectores Farmacéuticos (6 empresas) y de Ingeniería (6 empresas), principalmente por las mismas razones que las empresas anteriores.

Por su parte, podemos observar también qué hasta el momento, los sectores que menos presencia tienen en *BME Growth* son los sectores dedicados al Transporte y Distribución, a la Cartera y *Holding*, a la Inmobiliaria (excluidas SOCIMIS) y a los Minerales, Metales y Transformación, con solo una empresa cada uno de estos sectores respectivamente.

Además, en la Tabla 5.2, podemos observar el porcentaje que ocupan los sectores con mayor presencia en *BME Growth*. De esta forma, podemos comprobar que las empresas dedicadas a la Electrónica y Software representan un 29% del total de las 42 empresas. Le siguen los sectores de Ingeniería y otros y el sector de Productos Farmacéuticos y Biotecnología, con un porcentaje del 14% cada uno de los sectores.

Gráfico 5.5: Número de empresas de *BME Growth* por sector de actividad



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI

¹⁵ Ver en: <https://www.bmegrowth.es/esp/Listado.aspx>

Tabla 5.2: Número y porcentaje de empresas cotizadas en BME Growth por sector de actividad

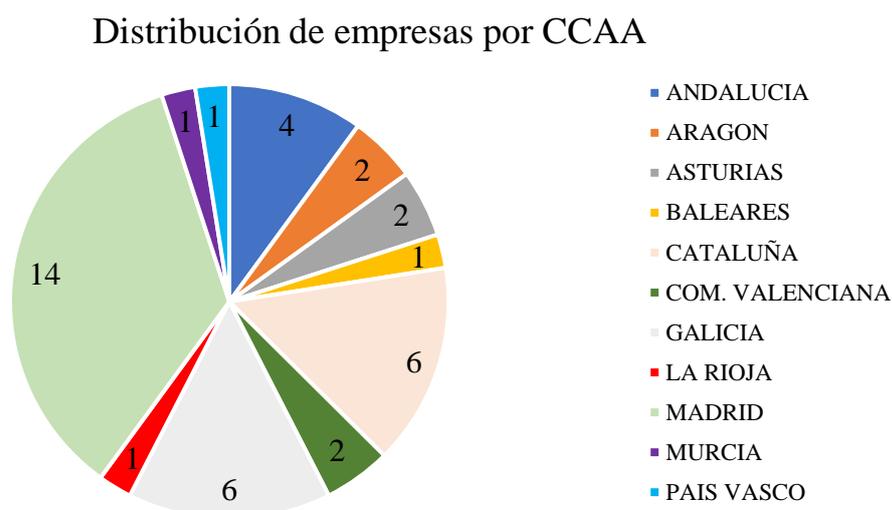
	N.º empresas por sector	%
Energías Renovables	2	5%
Mineral, Metales y Transformación	1	2%
Electrónica y Software	12	29%
Ingeniería y Otros	6	14%
Fabricación y Montaje de Bienes de Equipo	2	5%
Comercio	3	7%
Transporte y Distribución	1	2%
Telecomunicaciones y otros	3	7%
Productos farmacéuticos y biotecnología	6	14%
Medios de comunicación y Publicidad	2	5%
Otros servicios	2	5%
Cartera y Holding	1	2%
Inmobiliaria	1	2%
	42	

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI

En el Gráfico 5.6, podemos observar la distribución geográfica¹⁶ de las empresas que forman parte de *BME Growth*. De esta forma podemos observar que abundan las empresas que forman parte de la Comunidad de Madrid (14 empresas), de Cataluña (6 empresas) y de Galicia (6 empresas), coincidiendo con las comunidades donde se ofrecen incentivos fiscales a los inversores que adquieran productos de las empresas cotizadas en *BME Growth*. Además, las comunidades autónomas en las que apenas hay presencia de empresas que formen parte de *BME Growth*, son Murcia, País Vasco, Baleares y La Rioja, con tan solo 1 empresa cada una de las comunidades respectivamente.

¹⁶ Se puede ver la distribución por Comunidades Autónomas de las 42 empresas en el: Anexo 2: Distribución de las empresas que forman parte de *BME Growth* por CCAA

Gráfico 5.6: Distribución de las empresas de BME Growth por comunidades autónomas (CCAA)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI

Estos datos los confirmamos con los porcentajes que ocupan las empresas en cada una de las comunidades autónomas. Estos datos están representados en la Tabla 5.3 donde podemos observar que el 35% de estas empresas se sitúan en la Comunidad de Madrid. Le siguen las comunidades de Cataluña y Galicia con un 15% de presencia de empresas que forman parte de *BME Growth* cada una.

Tabla 5.3: Porcentaje de empresas de BME Growth por comunidades autónomas (CCAA)

CCAA	% empresas	N.º empresas
Andalucía	10,00%	4
Aragón	5,00%	2
Asturias	5,00%	2
Baleares	2,50%	1
Cataluña	15,00%	6
Com. Valenciana	5,00%	2
Galicia	15,00%	6
La Rioja	2,50%	1
Madrid	35,00%	14
Murcia	2,50%	1
País Vasco	2,50%	1

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI

6. ANÁLISIS DE LA VARIACION DE RENTABILIDAD TRAS LA COVID-19 EN *BME GROWTH*

Una vez descrita la evolución de *BME Growth* desde su inicio hasta la actualidad, así como la recogida de los datos que se han empleado para poder llevar a cabo el análisis empírico, se plantea a continuación el análisis econométrico a través de la regresión múltiple, con la finalidad de analizar que variables han influido en la variación de la rentabilidad acumulada de las empresas de *BME Growth* en el período 2019-2020, año marcado por la pandemia de la COVID-19.

Además, se analizarán los momentos más críticos de la pandemia:

- Inicio de la pandemia con el decreto del estado de alarma y el confinamiento domiciliario: marzo de 2020.
- Breve fase de recuperación: junio de 2020.
- Recesión y comienzo de la 2ª ola: setiembre de 2020.

6.1. METODOLOGIA: REGRESION MULTIPLE Y ANÁLISIS DE ACONTECIMIENTOS

En esta sección, se describe la metodología empleada para realizar el modelo de regresión lineal que mida que variables han influido en la variación de la rentabilidad de las 38 empresas que formaban parte de *BME Growth* durante el periodo a analizar (2018-2020).

El modelo de regresión lineal utilizado será un modelo de regresión múltiple, es decir, un modelo derivado del modelo de regresión lineal simple, en el que el número de variables independientes o explicativas es mayor que uno. De esta forma, se plantea una relación funcional o relación lineal entre las variables, con el objetivo de analizar la relación existente entre una variable dependiente (Y) con una o más variables independientes (X_1 , X_2 , ...). La expresión es la siguiente:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 * X_{t-1} + \beta_2 * X_{t-1} + \dots + \beta_k * X_{t-1} + \varepsilon$$

Donde la Y es el valor estimado de la variable dependiente y las β_k son los valores de los coeficientes que toman las variables independientes (X_{t-1}) que explican la proporción de la variable dependiente correspondiente. Estas variables independientes van con un periodo de retardo, es decir, la variable dependiente será explicada por las variables económico-financieras del año anterior. Por último, ε es el error cometido en la regresión.

Dependiendo del valor que adquieran estos coeficientes, la relación entre la variable dependiente y la independiente puede ser:

- Positiva: si la variable independiente aumenta la otra también lo hace y viceversa.
- Negativa: si la variable independiente aumenta la otra disminuye y viceversa.

Más concretamente, para realizar esta regresión lineal, se hará la estimación por mínimos cuadrados ordinarios (MCO), de forma que se deben cumplir una serie de hipótesis:

- La relación entre las variables independientes y la dependiente debe ser lineal.
- Los errores deben tener una media igual a cero y varianza constante.
- La distribución de los errores debe seguir un modelo normal.

Para comenzar con el estudio, primero se calcula la rentabilidad diaria como variación de los precios $R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$

Posteriormente, se calcula la rentabilidad media por años para cada una de las 38 empresas que formaban parte de *BME Growth* en el período a analizar, y la variación de esa rentabilidad en los años 2019-2020, será la variable dependiente empleada en el modelo de regresión lineal. Esta variable se denominará **Rent_t**.

Por su parte, las variables independientes consideradas para realizar el estudio están todas retardadas un año, es decir, para explicar la variación de la rentabilidad entre los años 2019 y 2020 se utilizarán las variables económico-financieras del período anterior (año 2019). Estas variables son las siguientes:

- **Activo Total (AT)**: el activo total es la cantidad de bienes, derechos y recursos que tiene una empresa como resultado de su actividad y que le sirven a su vez para conseguir beneficios o rendimientos económicos en el futuro. O **Número de Empleados (EMP)**: es el número de personas que trabajan en una determinada empresa a cambio de un salario. Estas dos variables, alternativamente, se probarán en el modelo como variables que midan el tamaño. Estas variables tomarán el nombre de AT_{t-1} y $Nempleados_{t-1}$ en el modelo de regresión.
- **Apalancamiento**: este ratio es una forma de medir la relación entre el endeudamiento y el activo de una empresa. Esta variable tomará el nombre de $Apalancamiento_{t-1}$ en el modelo de regresión. O **Endeudamiento (END)**: porcentaje de endeudamiento que tiene la empresa, es decir, hace referencia a todos los pagos que debe hacer una empresa a largo o a corto plazo. Esta variable

- tomara el nombre de END_{t-1} en el modelo de regresión. Estas dos variables, alternativamente, se probarán en el modelo como variables que midan la deuda.
- **Liquidez General (en ratio)**: el ratio de liquidez permite conocer la capacidad que tiene una empresa para hacer frente a sus deudas y obligaciones a corto plazo. Esta variable tomara el nombre de $Liquidez_{t-1}$ en el modelo de regresión.
 - **Rentabilidad Económica (ROA)**: es uno de los indicadores más utilizados para medir la rentabilidad de una empresa, ya que relaciona el beneficio logrado en un determinado periodo y los activos totales de una empresa. Es decir, mide la capacidad de los activos de una empresa para generar beneficios por ellos mismos. Esta variable tomara el nombre de ROA_{t-1} en el modelo de regresión.
 - **Variación de la Rentabilidad 18-19 (Rent_{t-1})**: variación de la rentabilidad media de los precios de cotización de las empresas de *BME Growth* entre los años 2018 y 2019, periodo anterior al tenido en cuenta como variable dependiente. Esta variable tomara el nombre de $Rent_{t-1}$ en el modelo de regresión.
 - **Edad de cotización (EDAD)**: número de años que la empresa tenía cuando accedió a *BME Growth*. Esta variable tomara el nombre de *EDAD* en el modelo de regresión.
 - **PROP**: indica el porcentaje de propiedad en manos del mayor accionista de la empresa. El objetivo es descubrir si la propiedad de la empresa se encuentra concentrada o no, y reflejar el tipo de accionista mayoritario que la posee. Para introducir este tipo de variable en el modelo de regresión lineal, se han empleado variables “dummy” o variables ficticias, que toman el valor 1 cuando la empresa tenga la característica de estar muy concentrada (más de 20% porcentaje de propiedad) y 0, en el caso contrario. Se definen también variables “dummy” que toman valor 1 cuando el tipo de accionista mayoritario es una empresa, familia o inversor institucional y 0, en caso contrario.

Para estudiar la estructura de propiedad de cada una de las empresas, se tienen en cuenta el tipo de accionista mayoritario y la concentración de su propiedad¹⁷.

En el *Anexo 3* se muestra el tipo de accionista mayoritario y la concentración de la propiedad para el año 2020¹⁸.

¹⁷ Se considera que una empresa tiene la propiedad concentrada cuando el accionista mayoritario posea más del 10-20% de la propiedad de la empresa.

¹⁸ Se considera el porcentaje de propiedad y el tipo de accionista del año 2020, al no observarse diferencias significativas en los años a estudiar y dada la dificultad para obtener este tipo de información. Por ello, se asume que no hay diferencias en los años a estudiar y se toman estos datos para todo el periodo.

Estas variables tomarán el nombre de Familiar e Institucional en el modelo de regresión.

- **Sector de actividad:** en este caso, también se tomarán variables “dummy” teniendo en cuenta el tipo de actividad que realiza cada una de las empresas y que se muestra en el Anexo 1. Con esas actividades se han creado variables “dummy” para cada una de ellas. Estas variables toman los nombres de Electrónica, Farmac_Biotec, Ingeniería, Telecomunicaciones y Otros Servicios.
- **Localidad de las empresas según las Comunidades Autónomas (CCAA):** estas variables también serán introducidas en el modelo como variables “dummy”, teniendo en cuenta la CCAA de la que forma parte cada empresa y que se muestra en el Anexo 2, con estos datos se han creado variables “dummy” para cada una de las comunidades autónomas y se han denominado CCAA₁, CCAA₂, ... , CCAA₁₁.

6.2. RESULTADOS OBTENIDOS

Para analizar los determinantes de la variación de la rentabilidad entre los años 2019 y 2020, de las empresas que forman parte de *BME Growth* se ha tomado como ya se ha dicho, esta variación como la variable dependiente. Se han incluido las características de las empresas como variables explicativas o independientes del modelo econométrico de sección cruzada. A través del programa econométrico *Gretl* se ha estimado dicho modelo aplicando mínimos cuadrados ordinarios (MCO).

Las variables explicativas están retardadas un año como ya ha comentado, es decir, para explicar la variación entre los años 2019 y 2020, se han tomado las variables económico-financieras disponibles en la base de datos SABI del año 2019.

Con estas premisas, y una vez introducidos todos los datos necesarios en el programa, se han obtenido los resultados que se muestran en la Tabla 6.1.

Tabla 6.1: Determinantes de la variación de rentabilidad durante la pandemia de la COVID-19.

VARIABLES INDEPENDIENTES	COEFICIENTE	DESV. TÍPICA	ESTADÍSTICO t	VALOR p	
Const	-21,8853	13,4727	-1,6240	0,2028	
l_AT_{t-1}	1,1917	1,1722	1,0170	0,3842	
Apalancamiento $t-1$	-0,0039	0,0049	-0,7913	0,4866	
Liquidez $t-1$	3,2842	0,7585	4,3300	0,0227	**
ROA_{t-1}	-0,0915	0,1027	-0,8911	0,4385	
Rent $t-1$	0,3948	0,2004	1,9700	0,1435	
Familiar	14,0776	3,6648	3,8410	0,0311	**
Institucional	-6,6196	2,4564	-2,6950	0,0741	*
Electricidad	-1,0181	3,8235	-0,2663	0,8073	
Ingeniería	5,3129	3,7078	1,4330	0,2473	
Farmac_Biotec	8,7280	3,3436	2,6100	0,0797	*
Telecomunicaciones	7,6691	3,2196	2,3820	0,0974	*
Cataluña	-0,8972	2,8346	-0,3165	0,7723	
Galicia	7,2852	4,1140	1,7710	0,1747	
Madrid	-1,7851	2,8064	-0,6361	0,5699	
Andalucía	4,7357	3,4499	1,3730	0,2635	
R-cuadrado	0,954951		F (15, 3)	4,239642	

Fuente: Elaboración propia en el programa Gretl

Si observamos el modelo econométrico que se muestra en la Tabla 6.1, se puede observar que las variables tenidas en cuenta para explicar a la variable dependiente: $Rent_t$, son las variables: ROA_{t-1} o rentabilidad económica, $Liquidez_{t-1}$, el Apalancamiento $_{t-1}$, la propiedad de las empresas (Familiar e Institucional), la variación de la rentabilidad en el periodo anterior ($Rent_{t-1}$), el activo total en logaritmos como variable que mida el tamaño de la empresa (AT_{t-1}), los sectores de *BME Growth* (Electrónica, Farmacia_Biot, Ingeniería y Telecomunicaciones) y las comunidades autónomas de las que forman parte estas empresas (com_1 , com_5 , com_9 y com_2).

- **El Activo Total medido en logaritmos (l_AT_{t-1})**: esta variable muestra un efecto directo o positivo sobre la variable dependiente, sin embargo, no resulta estadísticamente significativa, debido a que su estadístico *t-Student* no tiene el valor p suficiente como para poder rechazar la H_0 con los suficientes grados de confianza. Por lo tanto, esta variable no permite obtener conclusiones sobre la relación que tiene con la variable dependiente, quedando excluida del modelo final.

- **El apalancamiento (Apalancamiento $t-1$):** muestra una relación inversa con la variable dependiente, pero no resulta estadísticamente significativo debido a que su estadístico *t-Student* no tiene el valor p suficiente como para poder rechazar la H_0 con los suficientes grados de confianza, por lo tanto, esta variable no permite obtener conclusiones sobre la relación que tiene con la variable dependiente, quedando excluida del modelo final.
- **La liquidez general medida en ratio (Liquidez $t-1$):** esta variable resulta estadísticamente significativa, siendo su estadístico *t-Student* de 4,330 y su p-valor, es decir la probabilidad de rechazar la hipótesis nula ($H_0: \beta=0$), es inferior al 5%, lo que ofrece un 95% de confianza. Además, tiene signo positivo, lo que indica que su relación con la variable dependiente es directa o positiva, traduciéndose esta relación en que, si incrementa en una unidad la variable liquidez, aumentará también la variable *rent1920* (variación de la rentabilidad acumulada de los años 2019-2020). Empresas con mayor liquidez presentan mayor variación de su rentabilidad en el mercado.
- **La rentabilidad económica (ROA $t-1$):** no resulta estadísticamente significativa, por lo tanto, esta variable no permite obtener conclusiones sobre la relación que tiene con la variable dependiente, quedando excluida del modelo final. Esto se debe a que su estadístico *t-Student* no tiene el valor p suficiente como para poder rechazar la H_0 con los suficientes grados de confianza.
- **La variación en la rentabilidad de las empresas el periodo anterior (Rent $t-1$):** esta variable muestra un efecto positivo sobre la variable dependiente, sin embargo, no resulta estadísticamente significativa, por lo tanto, no permite obtener conclusiones sobre la relación que tiene con la variable dependiente, quedando excluida del modelo final. Esto se debe a que su estadístico *t-Student* no tiene el valor p suficiente como para poder rechazar la hipótesis nula ($H_0: \beta=0$) con los suficientes grados de confianza.

El **tipo de propietario**: es de tres tipos: familiar, empresa e inversor institucional según el accionista mayoritario ofrecido por SABI. Dentro de la clasificación de inversor institucional se consideran: fondos de inversión, bancos, entidades financieras e instituciones similares. En este modelo se ha excluido la alternativa *empresa* con la finalidad de no caer en la “trampa de las ficticias” y se han considerado las otras dos variables:

- **Familiar:** esta variable resulta estadísticamente significativa, siendo su estadístico *t-Student* de 3,841 y su p-valor, es decir la probabilidad de rechazar la hipótesis nula ($H_0: \beta=0$), es inferior al 5%, lo que ofrece un 95% de confianza. Además, tiene signo positivo, lo que indica que las empresas familiares muestran mayor variación de rentabilidad en estos años.
- **Institucional:** esta variable resulta estadísticamente significativa, siendo su estadístico *t-Student* de -2,695 y su p-valor, es decir la probabilidad de rechazar la hipótesis nula ($H_0: \beta=0$), es inferior al 10%, lo que nos da un 90% de confianza. Además, tiene signo negativo, lo que indica que su relación con la variable dependiente es inversa o negativa. Es decir, las empresas cuyos accionistas mayoritarios son inversores institucionales afectan negativamente a la variación de rentabilidad en el mercado.

Los **sectores de actividad de las empresas** que forman parte de este mercado: se han añadido en el modelo los sectores de Electricidad y Software, Ingeniería y Energías Renovables, Productos farmacéuticos y Biotecnología y el sector de las Telecomunicaciones y los Medios de Comunicación, se han excluido sectores como el de Otros servicios, con la finalidad de no caer en la “trampa de las ficticias”. De esta forma, se han obtenido resultados muy diversos para cada uno de los sectores:

- **Electrónica y Software (Electrónica):** esta variable muestra una relación inversa con la variable dependiente, pero no resulta estadísticamente significativa debido a que su estadístico *t-Student* no tiene el valor p suficiente como para poder rechazar la H_0 con los suficientes grados de confianza, por lo tanto, esta variable no permite obtener conclusiones sobre la relación que tiene con la variable dependiente, quedando excluida del modelo final.
- **Ingeniería y Energías Renovables (Ingeniería):** ocurre lo mismo con esta variable que con la anterior, no resulta estadísticamente significativa ya que su estadístico *t-Student* no tiene el valor p suficiente como para poder rechazar la H_0 con los suficientes grados de confianza, por lo tanto, esta variable no permite obtener conclusiones sobre la relación que tiene con la variable dependiente, quedando excluida del modelo final.
- **Productos farmacéuticos y biotecnología (Farmac Biotec):** esta variable resulta estadísticamente significativa, siendo su estadístico *t-Student* de 2,610 y su p-valor, es decir, la probabilidad de rechazar la hipótesis nula ($H_0: \beta=0$), es inferior al 10%, lo que nos da un 90% de confianza. Además, tiene signo positivo,

lo que indica que su relación con la variable dependiente es directa o positiva. Es decir, las empresas que se dedican a la fabricación o venta de productos farmacéuticos o de salud, o a la biotecnología de alguna manera, han obtenido unas rentabilidades más altas durante la pandemia, respecto del año anterior.

- **Telecomunicaciones y Medios de Comunicación (Telecomunicaciones)**: esta variable también resulta estadísticamente significativa para este modelo de regresión, siendo su estadístico *t-Student* de 2,382 y su *p-valor*, es decir, la probabilidad de rechazar la hipótesis nula ($H_0: \beta=0$), es inferior al 10%, lo que nos da un 90% de confianza. Además, tiene signo positivo, lo que indica que su relación con la variable dependiente es directa o positiva. Es decir, las empresas que se dedican a las telecomunicaciones o a los medios de comunicación, han obtenido unas rentabilidades más altas durante la pandemia, respecto del año anterior.

Las **comunidades autónomas (com_k)** que se han incluido en el modelo de regresión son: Cataluña, Galicia, Madrid y Andalucía, coincidiendo con las comunidades donde hay más empresas que forman parte de este mercado. Se han excluido otras comunidades como Asturias o Baleares, ya que son menos relevantes y con la finalidad de no caer en la “trampa de las ficticias”. De esta forma, ninguna de las anteriores ha resultado ser estadísticamente significativa para este modelo de regresión, al ser su *p-valor* elevado como para rechazar la hipótesis nula ($H_0: \beta=0$) con confianza suficiente, y quedando, por tanto, todas ellas eliminadas del modelo de regresión final.

El **coeficiente de determinación del modelo: R^2** , indica cuanta proporción de la variable dependiente, queda explicada por el modelo planteado. En este caso, podemos observar que el $R^2 = 0,955 \rightarrow 95,5\%$, lo cual está por encima del 70% a partir del cual se considera que el poder explicativo del modelo es bueno, estando incluso muy cerca del 100% con el que considerar el modelo perfecto. Podríamos confirmar por tanto que el poder explicativo del modelo es muy bueno, siempre considerando la limitación de datos y de observaciones.

Además, el **contraste de significación conjunta de parámetros o “F” de Snedecor**, el cual permite decidir si el modelo es significativo en su conjunto de parámetros, nos indica que podemos rechazar la hipótesis nula ($H_0: \beta=0$) con un 95% de confianza ya que:

$$F(15,3) = 4,2396 > F_{\text{tablas}}(15,3) = 4,15.$$

Con todo esto, el modelo quedaría de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} \mathbf{Rent}_t = & -21,89 + 3,28 * \mathit{Liquidez}_{t-1} + 14,08 * \mathit{Familiar} \\ & - 6,62 * \mathit{Institucional} + 8,73 * \mathit{Farmac_Biotec} \\ & + 7,67 * \mathit{Telecomunicaciones} \end{aligned}$$

Estudio de Eventos o Acontecimientos:

Por otra parte, si analizamos los momentos puntuales de esta pandemia podemos destacar tres momentos en los que la rentabilidad de las empresas de *BME Growth* ha podido verse más afectada. Se lleva a cabo un análisis de eventos o acontecimientos para analizar estos momentos puntuales teniendo en cuenta la rentabilidad diaria de cada una de las 38 empresas que formaban parte de *BME Growth* y calculando para cada uno de estos eventos la rentabilidad anormal acumulada en una ventana de -20, +20 días en torno a esas fechas. Una empresa debería mostrar una rentabilidad distinta de cero en torno a la fecha de un determinado evento. La rentabilidad anormal para cada empresa (AR_{it}) se calcula como diferencia entre la rentabilidad realmente observada cada día y la esperada estimada según el modelo de mercado.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i * RM_t)$$

Una vez estimadas las rentabilidades anormales medias diarias para cada empresa, se calcula la rentabilidad media anormal para toda la muestra en el día t . Sumando las rentabilidades medias diarias se obtiene la rentabilidad anormal acumulada (CAR) para el intervalo (-20, +20).

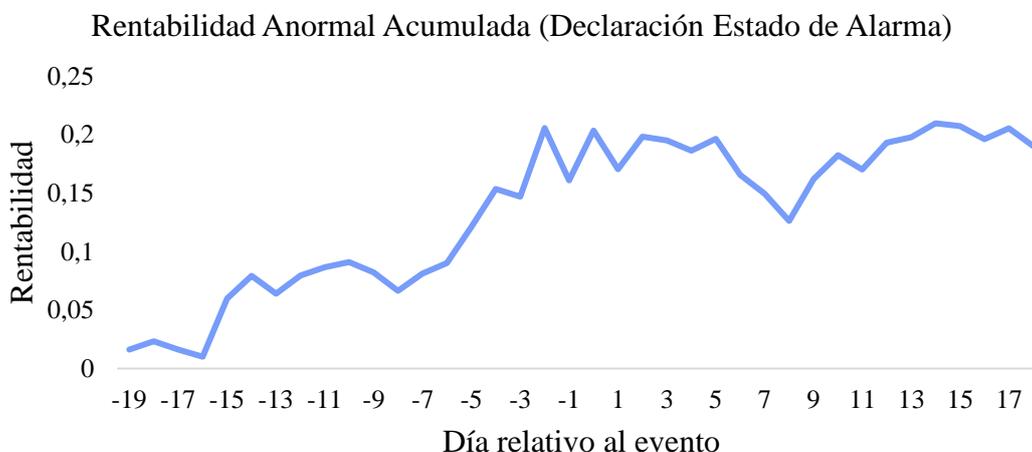
$$CAR_{(-20,+20)} = \sum AR_{it}$$

Inicio de la pandemia con el decreto del estado de alarma y el confinamiento domiciliario: 14 de marzo de 2020.

Podemos observar en el Gráfico 6.1. la rentabilidad acumulada en torno a la declaración del estado de alarma de las empresas que formaban parte en ese momento de *BME Growth* venían arrastrando una tendencia creciente, con valores positivos. Se observa que habían ascendido justo los días previos al confinamiento, situándose en valores más altos que los previos a la declaración del estado de alarma. Durante los días posteriores al anuncio del confinamiento, los precios de cotizaciones sufrieron una ligera caída, de la cual se

recuperaron muy rápidamente, alcanzando valores más altos que los previos a la crisis durante los días posteriores.

Gráfico 6.1: Primer momento puntual de la pandemia: Declaración Estado de Alarma (14-03-2020)

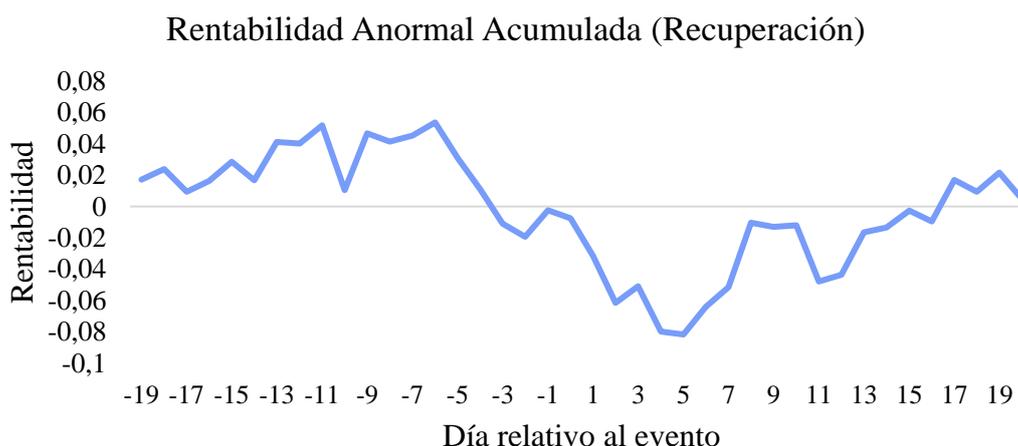


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Google Finance

- Breve fase de recuperación: 1 de junio de 2020 (Recuperación):

En el Gráfico 6.2. podemos observar que la tendencia de la rentabilidad acumulada de estas empresas seguía una línea decreciente en este momento de recuperación, los precios de cotización sufrieron una brusca bajada, hasta alcanzar los valores previos al decreto de alarma y confinamiento, situándose de nuevo en valores negativos, pero con una subida, que, tras casi 20 días, los coloca de nuevo en valores por encima del 0%.

Gráfico 6.2: Segundo momento puntual de la pandemia: Recuperación (01-06-2020)

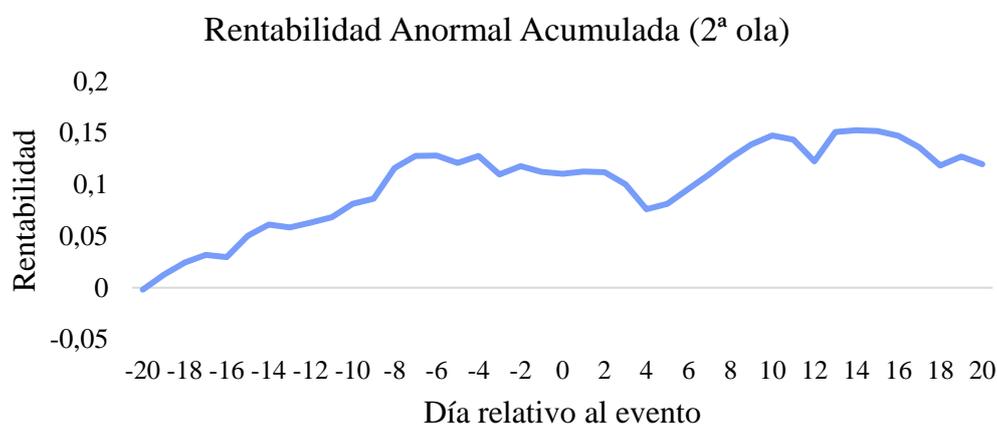


Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Google Finance

- Recesión y comienzo de la 2ª ola: 10 de setiembre de 2020 (2º ola):

Por último, el Gráfico 6.3. muestra el inicio de la segunda ola, cuando tras finalizar el verano el número de contagios fue en aumento hasta lo que se denominó la 2ª ola. En este momento, podemos observar que la rentabilidad acumulada de estas empresas comenzó a ascender desde días antes de que se confirmara este suceso, y a pesar de que hasta los cuatro días posteriores tuvo una pequeña caída, se recuperó de forma muy rápida y continuó creciendo en los días posteriores, con algunos descensos debido al sentimiento de esperanza que la población tenía debido a las pruebas de las vacunas, sentimiento que se trasladó a los mercados financieros, siempre en valores positivos, con ligeras caídas muy breves y de muy rápida recuperación.

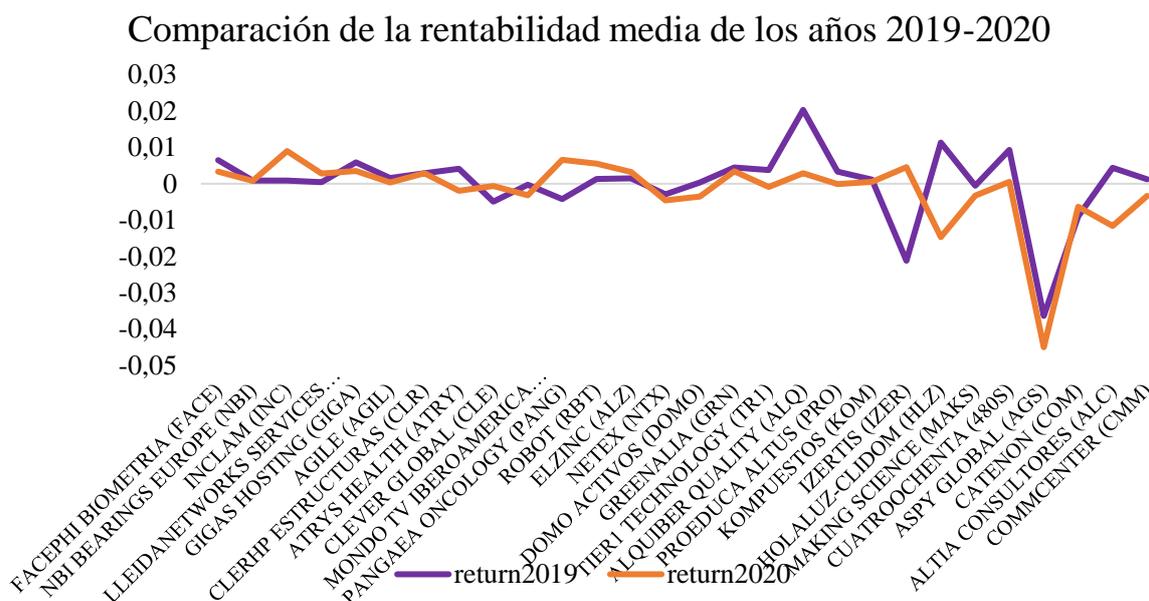
Gráfico 6.3: Tercer momento puntual de la pandemia: 2ª ola (10-09-2020)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de Google Finance

El Gráfico 6.4. muestra la evolución de las rentabilidades medias anuales de los precios de cotización diarios de las empresas que formaban parte en esos años de *BME Growth*. De esta forma, podemos ver que hay varias disparidades en los años respecto a algunas empresas, pero manteniéndose más estable a pesar de la crisis de la COVID-19 la tendencia del año 2020, que solo tiene una fuerte caída en las empresas Hola-Luz y Aspy Global. Por su parte, el año 2019 registra algunos altibajos más pronunciados en empresas como: Clever Global o Commcenter, con resultados muy dispares si se compara con la recuperación hasta el próximo año.

Gráfico 6.4: Comparación de la rentabilidad media de los años 2019 y 2020



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI

A la vista de todos estos resultados, podemos concluir que las empresas que forman parte de *BME Growth* han superado la pandemia con éxito, llegando incluso a ser más rentables en algunos de los casos. En las empresas de propiedad familiar, la pandemia no ha dejado situaciones tan negativas como en las empresas cuya propiedad está formada mayoritariamente por un inversor institucional, de forma que las empresas familiares han obtenidos unas rentabilidades más altas en este periodo de pandemia, contribuyendo de esta manera, de forma significativa y positiva a la variación de la rentabilidad entre los años 2019 y 2020 (año de la pandemia). Esto puede deberse a que las empresas familiares tienen un sentimiento más personal hacia su negocio, que hace que en tiempos difíciles sigan hacia delante, no vendan su accionariado y luchan por la supervivencia de la empresa, sentimiento que en el caso de los inversores institucionales es más raro que exista y suele abundar más el sentimiento de interés de negocio.

Por otra parte, las empresas más líquidas de *BME Growth*, han sido las que han superado la crisis con mayor éxito, aportando a la variación de rentabilidad resultados positivos. Esto se debe a que aquellas empresas más líquidas, son las que pueden hacer frente a sus deudas con fondos propios, hecho que, en tiempos de crisis en los que el crédito por las vías tradicionales se contrae y hay una gran incertidumbre en los mercados que hace a los inversores ser más precavidos en sus inversiones, es muy importante para que las empresas salgan adelante por sus propios medios y no se vean ahogadas ante la necesidad de financiación.

Por último, otro de los hechos más relevantes que ha hecho que las empresas de *BME Growth* superen la crisis de la COVID-19 con éxito en su conjunto, es su composición sectorial. Esto se debe a que *BME Growth* está formado en gran parte por empresas del sector farmacéutico y biotecnológico, sectores que han sido clave durante la crisis, por la gravedad de la situación en lo que respecta a la salud de las personas y por la rápida intervención de estos sectores para conseguir una vacuna que aliviara esta grave situación. La llegada de la noticia de las vacunas fue uno de los hechos que más potenció el crecimiento de los mercados bursátiles, animando a los inversores a invertir en este tipo de empresas tal y como se refleja en el Gráfico 6.3 donde vemos que a finales de agosto y durante el mes de septiembre, la evolución de los precios de cotización de las empresas fue en aumento, ya que en esta época se conoció la noticia de los ensayos con las primeras vacunas. Además, el sector de las telecomunicaciones y de los medios de comunicación, que también tiene bastante presencia en este mercado, ha sido otro de los sectores más demandados y clave en esta pandemia. Esto se debe entre otras cosas a la necesidad de estar conectados en tiempos de confinamiento, donde no se podía socializar de otra forma y por la necesidad de que los medios de comunicación estuviesen presentes para informar de los avances o novedades respecto al virus y a la situación que atravesaba el mundo.

Todos estos hechos hicieron que las empresas de *BME Growth* pudieran salir adelante, consiguiendo rentabilidades más altas que en el periodo anterior en algunos casos, y mejorando el sentimiento de los inversores hacia este mercado. De esta manera, las empresas más líquidas, familiares y las que pertenecen a los sectores farmacéuticos, biotecnológicos o de telecomunicaciones de *BME Growth* han sido más resilientes ante la pandemia de la COVID-19, en este mercado, a pesar de su pequeño tamaño y grandes dificultades para sobrevivir.

7. CONCLUSIONES

El objetivo de este Trabajo Fin de Grado (TFG) ha sido analizar la variación de la rentabilidad del mercado para Pequeñas y Medianas Empresas (PYMES) de Bolsas y Mercados Españoles (BME), es decir, el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) hoy conocido como *BME Growth*, durante la crisis provocada por la pandemia de la COVID-19.

La evolución de este mercado ha sido en grandes rasgos positiva, esto se refleja en la evolución de los dos índices formados con los valores de este mercado desde su creación hasta la actualidad: el *IBEX Growth Market 15* y el *IBEX Growth Market All Share*, los cuales han tenido una tendencia creciente muy elevada, incluso con la llegada de la COVID-19, periodo durante el cual alcanzaron, pese a todo pronóstico inicial, valores máximos históricos. Esta evolución positiva se refleja también en el EBITDA y la facturación de este mercado, que han estado al alza desde el año 2013, disminuyendo el EBITDA de forma poco significativa en el año 2020 a consecuencia de la pandemia.

Teniendo en cuenta la composición actual de este mercado se concluye que son 42 las empresas (sin SOCIMI) que forman parte actualmente de la lista publicada en la página web de este mercado, pero solo 32 las que cotizan actualmente en el mercado. Esas 42 empresas tienen una media de edad de 20 años (la mayoría tienen 10, 14 y 20 años) y a lo largo de la historia de *BME Growth* son 19 las empresas que lo han abandonado. Por otro lado, los sectores más presentes en *BME Growth* son los sectores dedicados a la Electrónica y Software, los dedicados a los Productos Farmacéuticos y a la Biotecnología, el de las Telecomunicaciones y los dedicados a la Ingeniería. En general, son sectores que necesitan innovación y financiación constante y que han permitido a este mercado no caer a niveles tan drásticos como otros mercados de Europa, debido a su gran auge durante la pandemia y a la buena imagen que han tenido en la mentalidad de los inversores. Además, las empresas de *BME Growth* están más presentes en las comunidades autónomas que les ofrecen ayudas económicas e incentivos fiscales a sus inversores, estas son: Madrid, Cataluña y Galicia.

El análisis de regresión planteado para analizar la variación de la rentabilidad media de los precios de cotización diarios en el año de pandemia 2020, de las 38 empresas que cotizaban en el mercado en el periodo a estudiar (2018-2020), muestra que las variables que han afectado a dicha variación han sido: la liquidez, el tipo de accionista mayoritario

y los sectores al que pertenecen las empresas. De forma que, las empresas *BME Growth* con mayor liquidez en el periodo considerado (2018-2020), obtuvieron una variación de la rentabilidad superior, contribuyendo de forma positiva a esa variación de rentabilidad en los dos periodos tenidos en cuenta para el análisis. La liquidez es, por tanto, un factor clave para que las empresas hayan superado la crisis de la COVID-19 con éxito en la mayoría de los casos y posicionado a *BME Growth* como uno de los mercados más sólidos durante la pandemia. Además, las empresas familiares obtuvieron una mejor posición en lo que respecta a la variación de su rentabilidad, que las empresas cuyo mayor accionista era un inversor institucional, contribuyendo las empresas familiares de manera positiva a dicha variación y las empresas con un inversor institucional de manera negativa. Por último, las empresas que forman parte de los sectores dedicados a las Telecomunicaciones y a los Medios de Comunicación, así como las empresas dedicadas a los Productos Farmacéuticos o a la Biotecnología, han obtenido mayores variaciones de rentabilidad, siendo estas variaciones positivas y mejorando así la rentabilidad del mercado durante la pandemia.

Asimismo, los momentos puntuales más críticos de la pandemia muestran cómo, tras el confinamiento y el decreto del estado de alarma, las empresas de este mercado se comportaron mejor de lo previsto, incluso aumentando su rentabilidad. A pesar del decreto del estado de alarma y del confinamiento, la rentabilidad acumulada de las empresas en esos días continuó subiendo y siguió en aumento, con ligeras bajadas, incluso con la declaración de la segunda ola en septiembre. Todo ello se debe a la normalidad con la que ha funcionado el mercado durante la pandemia y a la composición sectorial del mercado, compuesto por sectores muy presentes y demandados durante la pandemia: Electrónica y Software, Productos Farmacéuticos y Biotecnología y Telecomunicaciones, entre otros. Además, el anuncio de las vacunas, que llegó durante la segunda ola, aumento la confianza en los inversores y en la sociedad en general, lo cual se trasladó a los mercados financieros.

En líneas generales, *BME Growth* se ha mantenido como un mercado sólido tras la pandemia, llegando incluso a mejorar la posición de sus índices a nivel europeo y habiendo incorporado a 10 empresas a cotización, dando así posibilidad de financiación en estos duros momentos que tanto se necesita, así como visibilidad y prestigio a más empresas.

REFERENCIAS

- Agencias. (2018). Pocoyó abandona el MAB: Zinkia dejará de cotizar por la reducida liquidez. *El Confidencial*. https://www.elconfidencial.com/mercados/2018-11-27/pocoyo-zinkia-bolsa-problemas-liquidez_1671246/
- Álvarez Otero, S. (2021). Cómo hacer las bolsas más atractivas para las empresas. En *Bolsas y Mercados Españoles*.
- Arosa, B., Iturralde, T., y Maseda, A. (2010). Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 1(2), 88-96. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2010.03.001>
- BME Growth. (2020a). *Financiación de Pymes a través de los mercados de capitales y programas europeos de COVID-19*.
- BME Growth. (2020b). Requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity. *BME MTF Equity*, 1, Article 1/2020.
- BME Growth. (2021). *IBEX Growth Market 15*. BME Growth. https://www.bmegrowth.es/esp/Indice/Ficha/IBEX_Growth_Market__15_ES0S00001156.aspx
- Bolsas y Mercados Españoles (BME). (2020). *Informe de mercado 2020*. <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2020/esp/IM2020.pdf>
- Briozzo, A., Cardone Riportella, C., y García Olalla, M. (2019). Corporate governance attributes and listed SMES' debt maturity. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(4), 735-750. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2017-0272>
- Calderón Patier, C., y González Lorente, Á. (2012). Políticas públicas para incentivar el acceso a la financiación de las pymes en España: El mercado alternativo bursátil (MAB). *REVESCO Revista de Estudios Cooperativos*, 109, 81-109. <https://doi.org/10.5209/rev-REVE.2012.v109.40652>
- Carro, D. (2012). La PYME ante el reto de la cotización en los mercados. En *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (215-233). Fundación de Estudios Financieros, D.L.
- Cazorla Prieto, L. M. (2016). *Los mercados alternativos bursátiles como instrumentos de*

- financiación empresarial en España* [Documento de Trabajo].
[https://eprints.ucm.es/id/eprint/35484/1/Los mercados alternativos bursátiles como mercados de financiación. Cazorla.pdf](https://eprints.ucm.es/id/eprint/35484/1/Los%20mercados%20alternativos%20bursátiles%20como%20mercados%20de%20financiación.%20Cazorla.pdf)
- Cinco Días. (2020, octubre 16). *Proeduca pasa a negociarse en el mercado abierto de BME Growth*.
https://cincodias.elpais.com/cincodias/2020/10/16/mercados/1602848971_033842.html
- Del Olmo García, F. (2013). *La financiación tradicional de las PYMES en España: un análisis en el marco de la Unión Europea* [Documentos de Trabajo]. www.iaes.es
- Dirección general de Industria y de la Pequeña y Mediana empresa, M. de I. C. y T. (2021). *Cifras PYME. Datos marzo 2021*.
- Duréndez Gómez Guillamón, A., García Pérez de Lema, D., y Mariño Garrido, T. (2015). El comportamiento de las empresas familiares frente al Mercado Alternativo Bursátil (MAB): evidencia empírica. *Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad*, 44(2), 208-237. <https://doi.org/10.1080/02102412.2015.1006428>
- European Securities and Markets Authority. (2020). *Recomendaciones de ESMA a los participantes del mercado ante el impacto del COVID-19*.
- Giralt, A., y González Nieto, J. (2012). Financiación de la PYME en el mercado financiero español. La experiencia y proyección del MAB. En *Pequeña y mediana empresa: impacto y retos de la crisis en su financiación* (235-258). Fundación de Estudios Financieros, D.L.
- Giralt Serra, A., y Gonzalez Nieto-Márquez, J. (2014). La bolsa se abre a más empresas. El potencial del MAB. En *Los Retos de la financiación del sector empresarial* (143-156).
- Gómez Reino, M. (2013). *El Gobierno Corporativo en las Sociedades del Mercado Alternativo Bursátil*.
[https://www.usc.es/export9/sites/webinstitucional/gl/institutos/crgi/descargas/pone ncia/GC_MGOMEZREINO.pdf](https://www.usc.es/export9/sites/webinstitucional/gl/institutos/crgi/descargas/pone%20ncia/GC_MGOMEZREINO.pdf)
- González Nieto, J. (2020, mayo 29). *El MAB como escudo ante la crisis*. Estrategias de Inversión. <https://www.estrategiasdeinversion.com/analisis/bolsa-y-mercados/el-experto-opina/el-mab-como-escudo-ante-la-crisis-n-449451>

- Guerrero, C. (2019, abril 15). *Gobierno corporativo en el MAB*. El Blog de Carlos. <http://carlosguerrero.es/2019/04/15/gobierno-corporativo-en-el-mab/>
- Hernández de Cos, P. (2020a). *El impacto del COVID-19 en la economía española*. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/hdc010720.pdf>
- Hernández de Cos, P. (2020b, septiembre). El impacto de la crisis del Covid-19 sobre la estabilidad financiera. *El sistema financiero en la crisis de la Covid-19. Retos y compromisos*. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/hdc010920.pdf>
- Jara Corrales, E. M., y Palacín Sánchez, M. J. (2012). ¿Como es el mercado alternativo bursatil en España? *Bolsa: Revista mensual de bolsas y mercados españoles*, 64-76.
- Lacalle Castillo, I., Portillo Pérez de Viñaspre, F., y Ruiz-Cabestre, F. J. (2015). Formación de precios de las acciones tras el acceso al MAB. *Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad*, 44(4), 487-508. <https://doi.org/10.1080/02102412.2015.1088201>
- Mariño Garrido, T., y Escudero Prado, E. (s. f.). *La empresas de la euroregión: un análisis de su capacidad de acceso al MAB*.
- Martínez, M. del M., Fernández, S., Francés, D., y Marcos, I. (2020, junio). España post COVID-19: de la resiliencia a la reinención. *McKinsey & Company*. <https://www.mckinsey.com/business-functions/risk/our-insights/spain-after-covid-19-from-resilience-to-reimagination/es-es>
- MirallesMar celo, J. L., Miralles Quirós, M. del M., y Lisboa, I. (2014). The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 5, 156-168. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.03.002>
- Nuño Cervero, G. (2012). Una oportunidad de negocio para las entidades financieras. *Bolsa: Revista mensual de bolsas y mercados españoles*, 192, 64-66.
- Sánchez Galán, J. R. (2008). El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): el Mercado de las PYMES. *Estrategia financiera*, 251, 64-68. <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2652786&info=resumen&idioma=SPA>

Soto Araneta, M. A. ;, Téllez Valle, C. ;, y Berenguer, E. (2013). El comportamiento de la liquidez de valores de Pymes en un mercado alternativo bursátil. *Atlantic Review of Economics*, 2. <http://hdl.handle.net/10419/146557>www.econstor.eu

ANEXOS**Anexo 1: Empresas por sector de actividad que forman parte de *BME Growth***

	SECTOR DE ACTIVIDAD
Holaluz-Clidom S.A.	Energías Renovables
Asturiana De Laminados S.A.	Mineral, Metales y Transformación
Altia Consultores, S.A.	Electrónica y Software
Griño Ecologic, S.A.	Ingeniería y Otros
Plasticos Compuestos, S.A.	Fabricación y Montaje de Bienes de Equipo
Commcenter, S.A.	Comercio
Alquiber Quality, S.A.	Transporte y Distribución
Izertis, S.A.	Telecomunicaciones y otros
Making Science Group, S.A.	Electrónica y Software
Imaginarium, S.A.	Comercio
Inclam, S.A.	Ingeniería y Otros
Medcom Tech, S.A.	Productos farmacéuticos y biotecnología
Home Meal Replacement, S.A.	Comercio
Lleidanetworks Serveis Telematics S.A.	Telecomunicaciones y otros
Nbi Bearings Europe, S.A.	Ingeniería y Otros
Secuoya, Grupo De Comunicación, S.A.	Medios de comunicación y Publicidad
Eurona Wireless Telecom, S.A.	Telecomunicaciones y otros
Facephi Biometria, S.A.	Electrónica y Software
Netex Knowledge Factory, S.A.	Electrónica y Software
Tier 1 Technology, S.A.	Electrónica y Software
Atrys Health, S.A.	Productos farmacéuticos y biotecnología
Robot, S.A.	Electrónica y Software
Catenon, S.A.	Electrónica y Software
Pangaea Oncology, S.A.	Productos farmacéuticos y biotecnología
Soluciones Cuatroochenta, S.A.	Electrónica y Software
Aspy Global Services, S.A.	Otros servicios
Euroespes, S.A.	Productos farmacéuticos y biotecnología
Clever Global, S.A.	Electrónica y Software
Clerhp Estructuras, S.A.	Ingeniería y Otros
Agile Content, S.A.	Electrónica y Software
Greenalia, S.A.	Energías Renovables
Euroconsult Engineering Consulting Group, S.A.	Ingeniería y Otros
Npg Technology, S.A.	Electrónica y Software
Mondo Tv Iberoamerica, S.A.	Medios de comunicación y Publicidad
Technomeca Aerospace, S.A.	Fabricación y Montaje de Bienes de Equipo
Adl Bionatur Solutions, S.A.	Productos farmacéuticos y biotecnología
Inkemia Iuct Group, S.A.	Productos farmacéuticos y biotecnología
Iffe Futura, S.A.	Cartera y Holding
Domo Activos, S.A.	Inmobiliarias y otros
Proeduca Altus	Otros servicios
Akiles Corporation, S.A.	Ingeniería y Otros
Gigas Hosting, S.A.	Electrónica y Software

Fuente: *bmegrowth.es*

Anexo 2: Distribución de las empresas que forman parte de BME Growth por CCAA

EMPRESA	COMUNIDAD AUTONOMA
Secuoya, Grupo De Comunicación, S.A.	Andalucía
Tier 1 Technology, S.A.	Andalucía
Clever Global, S.A.	Andalucía
Adl Bionatur Solutions, S.A.	Andalucía
Imaginarium, S.A.	Aragón
Pangaea Oncology, S.A.	Aragón
Asturiana De Laminados, S.A.	Asturias
Izertis, S.A.	Asturias
Robot, S.A.	Baleares
Holaluz-Clidom S.A.	Cataluña
Griño Ecologic, S.A.	Cataluña
Plasticos Compuestos, S.A.	Cataluña
Home Meal Replacement, S.A.	Cataluña
Aspy Global Services, S.A.	Cataluña
Technomeca Aerospace S.A.	Cataluña
Facephi Biometria, S.A.	Com. Valenciana
Soluciones Cuatroochenta, S.A.	Com. Valenciana
Altia Consultores, S.A.	Galicia
Commcenter, S.A.	Galicia
Netex Knowledge Factory, S.A.	Galicia
Euroespes, S.A.	Galicia
Greenalia, S.A.	Galicia
Iffe Futura, S.A.	Galicia
Proeduca Altus	La Rioja
Alquiber Quality, S.A.	Madrid
Making Science Group, S.A.	Madrid
Inclam, S.A.	Madrid
Medcom Tech, S.A.	Madrid
Lleidanetworks Serveis Telematics, S.A.	Madrid
Eurona Wireless Telecom, S.A.	Madrid
Atrys Health, S.A.	Madrid
Catenon, S.A.	Madrid
Agile Content, S.A.	Madrid
Euroconsult Engineering Consulting Group, S.A.	Madrid
Npg Technology, S.A.	Madrid
Mondo Tv Iberoamerica, S.A.	Madrid
Inkemia Iuct Group, S.A.	Madrid
Domo Activos, S.A.	Madrid
Clerhp Estructuras, S.A.	Murcia
Nbi Bearings Europe, S.A.	País vasco

Fuente: Base de datos SABI

Anexo 3: Propiedad de las empresas de BME Growth:

Empresas	Tipo mayor accionista	% mayor accionista	Concentración
Holaluz-Clidom S.A.	n.d	n.d	n.d
Asturiana de Laminados S.A.	Empresa	60,37	Muy concentrada
Altia Consultores, S.A.	Empresa	80,91	Muy concentrada
Alquiber Quality S.A.	Empresa	53,00	Muy concentrada
Griño Ecologic S.A.	Empresa	88,24	Muy concentrada
Plasticos Compuestos S.A.	Empresa	42,44	Muy concentrada
Commcenter S.A.	Empresa	34,19	Muy concentrada
Izertis S.A.	Empresa	94,70	Muy concentrada
Making Science Group S.A.	Empresa	71,86	Muy concentrada
Inclam S.A.	Familiar	16,75	Poco concentrada
Medcom Tech, S.A.	Familiar	38,20	Muy concentrada
Imaginarium S.A.	Empresa	12,99	Poco concentrada
Home-Meal Replacement S.A.	Empresa	17,00	Poco concentrada
Lleidanetworks S.A.	Familiar	37,59	Muy concentrada
NBI Bearings Europe S.A.	Empresa financiera	42,78	Muy concentrada
Secuoya, Grupo de Comunicación S.A.	Empresa	56,17	Muy concentrada
Eurona Wireless Telecom S.A.	Seguro	6,54	Poco concentrada
Facephi Biometria, S.A.	Familiar	10,30	Poco concentrada
Tier 1 Technology S.A.	Empresa	57,12	Muy concentrada
Gigas Hosting S.A.	Familiar	9,85	Poco concentrada
Netex Knowledge Factory S.A	Familiar	18,76	Poco concentrada
Atrys Health S.A.	Seguro	13,96	Poco concentrada
Robot S.A.	Familiar	40,60	Muy concentrada
Catenon S.A.	Familiar	11,94	Poco concentrada
Pangaea Oncology S.A.	Fondos mutuos y de pensiones	15,94	Poco concentrada
Soluciones Cuatroochenta S.A	Familiar	23,70	Muy concentrada
Aspy Global Services S.A.	Empresa	72,30	Muy concentrada
Euroespes, S.A.	Empresa	44,18	Muy concentrada
Clever Global S.A.	Empresa	41,46	Muy concentrada
Agile Content S.A.	Empresa	18,61	Poco concentrada
Greenalia, S.A.	Empresa	84,26	Muy concentrada
Euroconsult Engineering Consulting Group S.A.	Familiar	42,08	Muy concentrada
Mondo TV Iberoamerica S.A.	Empresa	78,36	Muy concentrada
ADL Bionatur Solutions S.A.	Empresa	70,98	Muy concentrada
Inkemia Iuct Group S.A.	Empresa	34,10	Muy concentrada
Iffe Futura, S.A.	Familiar	58,82	Muy concentrada
Domo Activos S.A.	Empresa	20,52	Muy concentrada
Proeduca Altus	n.d	n.d	n.d

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos de SABI

