Análisis del impacto de la gobernanza

Análisis del impacto de la gobernanza en el desempeño de las empresas cotizadas de menor tamaño en el mercado español.

Leticia Castaño, José E. Farinós y Ana M. Ibáñez

BME BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES a SIX company

Leticia Castaño*
Departamento de Finanzas Empresariales, Universitat de València,
Av. dels Tarongers s/n, 46022 València (España),
leticia.castano@uv.es ORCID
https://orcid.org/0000-0003-4301-6507

José E. Farinós
Departamento de Finanzas Empresariales, Universitat de València,
Av. dels Tarongers s/n, 46022 València (España),
jose.e.farinos@uv.es ORCID
https://orcid.org/0000-0002-9066-231X

Ana M. Ibáñez
Departamento de Finanzas Empresariales, Universitat de València,
Av. dels Tarongers s/n, 46022 València (España),
ana.m.ibanez@uv.es ORCID
https://orcid.org/0000-0003-0362-5535

* Autora de correspondencia

Nota del editor | BME

La relevancia del gobierno corporativo para las empresas cotizadas de menor tamaño

La evolución reciente de los mercados de capitales europeos ha puesto en el centro del debate el papel de las infraestructuras de mercado como mecanismos para canalizar inversión hacia el tejido empresarial, en particular hacia compañías de menor tamaño. En este contexto, comprender el impacto de las exigencias de gobierno corporativo asociadas a la cotización constituye una cuestión clave tanto desde la perspectiva académica como desde la práctica de mercado.

BME publica este trabajo, elaborado por investigadores de la Universitat de València, con el objetivo de aportar evidencia empírica al debate sobre el papel que desempeña la cotización en el crecimiento, la financiación y la profesionalización de las pequeñas y medianas empresas españolas. En un contexto en el que Europa busca canalizar mejor el ahorro hacia la inversión productiva, reforzar el tamaño medio de sus empresas y profundizar en la Unión de Ahorros e Inversiones, resulta especialmente relevante analizar si los requisitos asociados a los mercados organizados, como transparencia, supervisión y estructuras formales de gobierno, generan efectos observables en el comportamiento empresarial.

La motivación de este estudio parte de una cuestión sencilla, pero de gran importancia para el mercado español: ¿aporta la cotización algo más que una vía de financiación? La evidencia presentada sugiere que sí. Las empresas cotizadas de menor capitalización muestran, frente a compañías no cotizadas comparables que no cumplen con los requisitos de gobernanza, mayor capacidad de acceso a financiación externa, menores costes de deuda, más inversión y mayor crecimiento de ventas. Estos resultados no implican que la cotización produzca automáticamente una rentabilidad superior en el corto plazo, pero sí apuntan a que los estándares de gobierno corporativo pueden crear mejores condiciones para invertir, crecer y construir valor de forma sostenida.

Desde la perspectiva de BME, esta investigación contribuye a entender mejor la función económica de los mercados de valores. Las infraestructuras de mercado no son únicamente espacios de negociación, sino mecanismos que favorecen la transparencia, la disciplina de mercado y la confianza entre empresas, inversores y financiadores. Para las compañías de menor tamaño, estos elementos pueden ser especialmente relevantes, porque reducen asimetrías de información y facilitan el acceso a recursos que, de otro modo, podrían resultar más limitados o más costosos.

Este trabajo se inscribe, por tanto, en una reflexión más amplia sobre cómo fortalecer el ecosistema empresarial español y europeo. Al igual que en otros momentos históricos en los que la calidad institucional permitió ampliar la escala de los mercados, el desarrollo de marcos de gobernanza sólidos puede actuar como una condición habilitante para que más empresas crezcan, inviertan y compitan en mejores condiciones. BME espera que este análisis sirva como base para una conversación informada entre empresas, inversores, reguladores, académicos y participantes del mercado sobre el valor de la cotización y del buen gobierno corporativo.

Resumen

Este trabajo analiza el impacto de los requisitos de gobierno corporativo sobre el desempeño empresarial en el mercado español. En particular, se estudia si las empresas cotizadas (tanto en Bolsa como en BME Growth) con una capitalización inferior a 500 millones de euros presentan un comportamiento diferente al de empresas comparables no cotizadas que no cumplen con las mismas exigencias regulatorias que las empresas cotizadas. Para ello, se construye una muestra emparejada por sector y tamaño para el periodo 2018–2024.

El análisis combina un enfoque univariante, basado en contrastes de medias anuales para muestras emparejadas, con un análisis multivariante mediante modelos de regresión en los que se controlan por características empresariales, sectoriales y por el impacto del COVID-19. Las variables de desempeño consideradas incluyen la rentabilidad (ROA – retorno sobre los activos y ROE – retorno sobre capital), la estructura de capital (endeudamiento y coste de la deuda), así como la inversión (CAPEX), el crecimiento de las ventas y el salario.

Los resultados muestran que las empresas cotizadas presentan, frente a las empresas no cotizadas, un mayor nivel de endeudamiento (aproximadamente 9,8 p.p. superior), junto con un menor coste de la deuda (2,3 p.p. inferior), así como mayores niveles de inversión (6,5 p.p. superior en CAPEX) y crecimiento en ventas (8,9 p.p. superior), mientras que no se observan diferencias estadísticamente significativas en la rentabilidad ni en el salario.

En conjunto, la evidencia sugiere que las exigencias de gobierno corporativo asociadas a la cotización están vinculadas a un mayor acceso a la financiación y en condiciones más favorables, así como a una mayor capacidad de inversión y crecimiento, aunque no necesariamente a una mayor rentabilidad en el corto plazo.

PALABRAS CLAVE:
gobierno corporativo; empresas cotizadas; performance empresarial; Bolsa; BME Growth; *small and mid caps.*

1 Introducción

El gobierno corporativo constituye un pilar fundamental en la arquitectura de las organizaciones modernas, operando como un mecanismo de control que mitiga los problemas de agencia y garantiza la eficiencia en la gestión. La cotización en mercados organizados implica el cumplimiento de una serie de requisitos obligatorios en materia de transparencia, supervisión y estructura de los órganos de gobierno que potencialmente pueden influir en la eficiencia operativa, la estructura financiera y las decisiones de inversión de las empresas. En el contexto español, la asimetría normativa entre empresas cotizadas y no cotizadas ofrece la posibilidad de analizar si las exigencias de gobernanza impactan en el desempeño empresarial, ya que, mientras que las empresas que cotizan están sujetas a ciertos requisitos legales, las empresas no cotizadas de tamaño comparable operan bajo marcos de gobernanza voluntarios y, generalmente, mucho más laxos.

En este contexto, el presente estudio tiene como objetivo analizar si las empresas pequeñas y medianas cotizadas en la Bolsa española (mercado regulado) y en el mercado BME Growth (Sistema Multilateral de Negociación o SMN que cuenta con la categoría europea de Mercado de Pyme en Expansión o *SME Growth Market)*, sujetas a más exigencias en materia de gobierno corporativo, presentan un desempeño o *performance* superior al de empresas comparables no cotizadas.[1, 2, 3] El análisis se focaliza en empresas con una capitalización inferior a 500 millones de euros (empresas pequeñas y medianas) para las que las consecuencias de negociarse en un mercado y las exigencias de gobernanza pueden resultar más relevantes. Con el fin de realizar la comparación se construye una muestra emparejada de empresas no cotizadas, en función de su sector y tamaño, que no cumplen los requisitos mínimos de gobernanza exigidos a las empresas que cotizan en dichos mercados, esto es, la existencia de un Consejo de Administración y una Comisión de Auditoría que cumpla con los estándares de las cotizadas (véase el apartado 2.1 para más detalle), lo que permite aproximar, *cæteris paribus*, el efecto asociado a las exigencias regulatorias en materia de gobierno corporativo.

En resumen, este trabajo analiza si la necesidad de adoptar estas estructuras de control por parte de las empresas cotizadas se traduce en una diferencia favorable en aspectos tales como la rentabilidad, la estructura financiera y el coste de la deuda, la capacidad de inversión o el crecimiento frente a sus pares no cotizados.

Para abordar este objetivo, se emplea una combinación de análisis univariante y multivariante. El análisis univariante ofrece una primera lectura preliminar: compara, año a año, la media de cada indicador entre cada empresa cotizada y su par no cotizada comparable y permite examinar las diferencias de medias entre ambos grupos anualmente a lo largo del horizonte temporal contemplado. El análisis multivariante, por su parte, permite estimar el efecto de las exigencias de gobernanza asociadas a la cotización sobre distintas medidas relacionadas con los aspectos de desempeño señalados, controlando por factores específicos de la empresa, sector y por shocks macroeconómicos, como la pandemia del COVID-19 durante el periodo de análisis. En otras palabras, el primer análisis muestra si existen diferencias observables; el segundo ayuda a valorar si esas diferencias se mantienen cuando se aíslan otros elementos que podrían explicarlas.

La investigación se desarrolla sobre un periodo de análisis de 2018 a 2024. Esta delimitación es importante desde la perspectiva de la gobernanza, ya que el año 2018 marca un periodo de estabilidad de un año tras el hito regulatorio de junio de 2016, cuando se hizo obligatoria la creación de comisiones de auditoría para las empresas de BME Growth.

1 El concepto de desempeño o performance no se limita únicamente a medidas de rentabilidad, sino que, como se verá más adelante, abarca también otros aspectos relevantes como la estructura del capital, el crecimiento o la inversión, entre otros.

2 Esta categoría se desarrolló en el marco de la iniciativa de la Unión de Mercados de Capitales (UMC), cuya evolución ha dado lugar a la actual Unión de Ahorros e Inversiones (UAI) y está recogida en la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros, más conocida como MIFID II (Parlamento Europeo, 2014).

3 Hasta octubre de 2020, el mercado BME Growth se denominaba Mercado Alternativo Bursátil (MAB) y constaba de dos segmentos, Empresas en Expansión y Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI). Desde esa fecha, coincidiendo con la adquisición de la categoría de Mercado de Pyme en Expansión, se modificó su denominación y ambos segmentos se fusionaron.

Los resultados sugieren que las empresas cotizadas presentan mayores niveles de inversión (6,5 p.p. superior en CAPEX) y crecimiento (8,9 p.p. más), así como un mayor nivel de apalancamiento financiero (9,8 p.p. más en la ratio de endeudamiento). Este mayor uso de la deuda refleja un acceso superior a la financiación ajena que permite acometer proyectos de expansión y aprovechar el ahorro fiscal de la misma, obteniéndose además en condiciones más ventajosas (un coste de la deuda 2,3 p.p. inferior). No obstante, una vez controlados otros factores, no se observa una diferencia significativa en la rentabilidad en el corto plazo.

Resulta de especial interés para las infraestructuras de mercado conocer cómo las exigencias de buen gobierno asociadas a la condición de empresa cotizada pueden incidir en su desempeño. Así, los resultados no solo contribuyen al debate académico, sino que apoyan la reflexión estratégica acerca del papel de la cotización en la creación de valor a medio y largo plazo para las empresas.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. Tras esta introducción, en la segunda sección se detallan los criterios de selección de la muestra y el proceso de emparejamiento, así como las fuentes de información utilizadas. La tercera sección presenta las variables objeto de estudio y la metodología empleada. En la cuarta sección se exponen los resultados tanto del análisis univariante como el multivariante. El trabajo finaliza con un apartado de conclusiones seguido de las correspondientes referencias.

2 Muestra

En esta sección se describen los criterios aplicados para la selección de las empresas cotizadas (Bolsa y BME Growth) y el proceso de identificación de sus contrapartes no cotizadas.

Definición del periodo de análisis

El periodo de análisis comprende los ejercicios 2018-2024. Se ha seleccionado el año 2018 como inicio del horizonte de estudio debido a que, con anterioridad al 17 de junio de 2016, no era obligatoria la existencia de una comisión de auditoría para las empresas de BME Growth, lo que supone un cambio regulatorio relevante en materia de gobierno corporativo. Asimismo, se considera necesario incorporar un periodo de estabilización de un año tras la entrada en vigor de dicha obligación antes de iniciar el análisis. El año 2024 se establece como final del periodo al ser el último ejercicio para el que, en el momento de realizar el análisis, se dispone de información financiera completa.

Empresas cotizadas

La muestra incluye empresas cotizadas en la Bolsa española y en BME Growth que cumplen los siguientes requisitos:[4]

1. Capitalización:
Valor de mercado inferior a 500 millones de euros a 31 de diciembre de 2024.

Este umbral permite centrar el estudio en el segmento de compañías de pequeña y mediana capitalización *(small and mid caps)*, donde las asimetrías de información son más acusadas y el impacto de la gobernanza es potencialmente más relevante. Asimismo, este criterio es consistente con los estándares habituales de los organismos supervisores para identificar a las empresas de menor tamaño, facilitando además la construcción de un grupo de empresas no cotizadas con un volumen de actividad y activos comparables.

4 Se excluyen las Sociedades Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI).

2. Continuidad:
Se eliminan las sociedades excluidas de cotización durante el ejercicio 2025 o aquellas cuya negociación haya permanecido suspendida por un periodo superior a seis meses.

3. Histórico de datos:
Se han recopilado los datos financieros de las empresas a partir de un año tras su salida a Bolsa o a BME Growth. Por ello, y para evitar la presencia de observaciones únicas *(singleton)*, se han recabado datos financieros de las compañías incorporadas en 2021 y con anterioridad a dicha fecha.

Tras la aplicación de estos filtros, la muestra de empresas cotizadas se compone de 63 compañías, 34 de Bolsa y 29 de BME Growth (véase el Anexo 1 para el detalle de la composición de las muestras).

Empresas no cotizadas

Para constituir la muestra de empresas no cotizadas, para cada empresa cotizada se ha identificado una contraparte no cotizada mediante un proceso de emparejamiento basado en sector, tamaño y estructura de gobierno corporativo. Los criterios de selección fueron:

1. Sector y tamaño:
Para cada cotizada se filtraron empresas no cotizadas con la misma clasificación sectorial según el CNAE 2009 de cuatro dígitos y cuyo activo total en 2018 (año de inicio del estudio) se situara entre el 70 % y el 120 % del valor de la empresa cotizada.[5]

2. Gobernanza:
Las empresas no cotizadas seleccionadas deben carecer de los mecanismos de gobierno corporativo que son obligatorios para las empresas cotizadas en ambos mercados (Bolsa y BME Growth). En particular, no deben disponer de un Consejo de Administración y de una Comisión de Auditoría que cumpla con los estándares legales exigidos (específicamente, estar integrada exclusivamente por consejeros no ejecutivos, con mayoría de independientes y con al menos un miembro con conocimientos y experiencia en contabilidad o auditoría).[6]

La elección de estos dos elementos de gobierno corporativo, es decir, Consejo de Administración y Comisión de Auditoría se da por constituir los únicos mecanismos de gobernanza cuya implantación es obligatoria para las empresas cotizadas en ambos mercados analizados, lo que permite una comparación homogénea y basada en requisitos regulatorios verificables frente a las empresas no cotizadas.

Este criterio permite construir un grupo de comparación de empresas no cotizadas que no esté sujeto a los mismos requisitos regulatorios en materia de gobierno corporativo, asegurando que las diferencias observadas en el desempeño empresarial puedan asociarse, en la medida de lo posible, al efecto de dichas exigencias normativas.

3. Criterio de proximidad:
De entre el subconjunto resultante, se seleccionó como contraparte aquella empresa con el tamaño más cercano al de la cotizada de referencia.

Este procedimiento asegura una distribución simétrica de la muestra en los grupos de interés (empresas cotizadas y no cotizadas) en términos de tamaño e industria.

Fuentes de información

Los datos de capitalización bursátil se han obtenido de la información pública difundida en las páginas web de Bolsas y Mercados Españoles (BME), compañía del grupo SIX. La fuente principal de los datos financieros ha sido SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibérico), complementada de forma manual con información del Registro Mercantil, consultadas a través de la propia plataforma SABI (para las empresas no cotizadas) y de la página web de la CNMV (para las empresas cotizadas en Bolsa) o BME Growth (para las empresas de BME Growth) ante la ausencia de datos *(missing values)* en SABI. En el tratamiento de la muestra, se priorizó el uso de cuentas anuales consolidadas frente a las individuales siempre que ambas estuvieran disponibles. La clasificación sectorial (CNAE 2009) también procede de SABI.

5 Para aquellas empresas cotizadas incorporadas al mercado con posterioridad a 2018, el activo total de referencia para el emparejamiento se fijó en el ejercicio de su salida a Bolsa o a BME Growth. Asimismo, en los casos en que no se identificó una contraparte que cumpliera simultáneamente los criterios de gobernanza y el rango de tamaño estipulado bajo la clasificación CNAE 2009 a cuatro dígitos, se procedió a flexibilizar el criterio sectorial, empleando la clasificación a tres o dos dígitos, según fuera necesario, para encontrar un par comparable.

6 Estos requisitos se derivan del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (Reino de España, 2010), de la Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas (Reino de España, 2015) y de la Circular sobre los requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity vigente en cada momento (Bolsas y Mercados Españoles, 2018, 2020).

En cuanto al gobierno corporativo de las empresas no cotizadas, se identificó inicialmente en SABI la ausencia de Consejo de Administración y Comisión de Auditoría para el ejercicio 2024. Con el fin de garantizar que esta condición se mantuviera inalterada durante todo el periodo analizado, dicha información se contrastó manualmente para el resto de los ejercicios mediante la revisión de las memorias de las cuentas anuales depositadas en el Registro Mercantil, consultadas a través de la propia plataforma SABI.

3 Metodología

3.1 Variables

Puesto que el objetivo del estudio es analizar si las empresas cotizadas tanto en Bolsa como en BME Growth, que cuentan con una mejor gobernanza al estar sujetas a requisitos específicos en materia de gobierno corporativo, presentan un desempeño o *performance* superior a la de empresas comparables no cotizadas, definimos las variables de *performance* empleadas en el estudio (véase Tabla 1).

Tabla 1 – Definición de las variables de desempeño o *performance*.

VARIABLE	DEFINICIÓN
Rentabilidad	
ROA	Rentabilidad económica o de los activos u operativa *(Return on Assets)*: Ratio entre el resultado de explotación (EBIT) y los activos totales medios.
ROE	Rentabilidad financiera *(Return on Equity)*: Ratio entre el resultado del ejercicio (beneficio neto) y los fondos propios totales medios.
Estructura del capital	
ENDEUDAMIENTO	Ratio entre la deuda total y los activos totales.
COSTE DEUDA	Gastos financieros divididos por la deuda financiera total media.
Inversión, crecimiento y salario	
CAPEX	*Capital Expenditures:* Inversión neta en activo no corriente o inmovilizado en términos relativos: Variación relativa del activo no corriente o inmovilizado en el año *t* respecto al inmovilizado en el año *t-1*.
CRECIMIENTO VENTAS	Tasa de crecimiento en las ventas: Variación relativa de los ingresos de explotación en el año *t* respecto a los ingresos de explotación en el año *t-1*.
SALARIO	Ratio entre los gastos de personal (miles de euros) y el número de empleados.

Notas: Se utiliza el valor medio (promedio entre el inicio y el cierre del ejercicio) de las partidas activos totales, fondos propios y deuda financiera total en el denominador de las variables ROA, ROE y COSTE DEUDA, respectivamente, con el fin de asegurar la consistencia al comparar partidas flujo (cuenta de resultados) con partidas fondo (balance).

Asimismo, la variable explicativa o independiente de interés en este estudio es una variable ficticia o *dummy* que indica si la empresa es cotizada (toma valor uno) o no (toma valor cero). Asimismo, se añaden diversas variables de control que la literatura señala como relacionadas con la *performance*, tanto a nivel empresa como macroeconómico (en concreto, el *shock* producido por el COVID-19).

En la estimación del modelo se controlará también por sector y año.

En la Tabla 2 se definen detalladamente las variables utilizadas en nuestro modelo de estimación definido en el apartado 3.4 posterior.

Tabla 2 – Definición de las variables de interés y de control.

VARIABLE	DEFINICIÓN
Variable de interés	
COTIZADA	Define a aquellas empresas que cotizan en Bolsa o en BME Growth. Variable ficticia (*dummy*) que toma valor 1 si la empresa cotiza en uno de esos mercados y cero en caso contrario.
Variables de control	
TAMAÑO	Activos totales (en millones de euros).
ENDEUDAMIENTO	Ratio entre la deuda total y los activos totales.
COVID	Variable ficticia (*dummy*) que toma valor 1 si el año al que se refieren los estados financieros es el año 2020 y cero en caso contrario.
SECTOR	Variable que identifica el sector de actividad de la empresa, clasificado según el código CNAE 2009 a nivel de dos dígitos.

3.2 Estadísticos descriptivos.

En la Tabla 3 se presentan los estadísticos descriptivos para la muestra de empresas cotizadas y no cotizadas.

El análisis de los descriptivos muestra una notable heterogeneidad en la distribución de todas las variables en ambos grupos de empresas. En general, se observa una elevada dispersión en variables como la rentabilidad (ROA y ROE), el CRECIMIENTO DE VENTAS o la inversión (CAPEX), lo que refleja la diversidad de situaciones empresariales dentro de la muestra.

Asimismo, las diferencias entre medias y medianas en algunas variables sugieren la presencia de asimetrías en las distribuciones, así como la posible existencia de valores extremos, lo que justifica el tratamiento de los datos mediante técnicas como la *winsorización* en los análisis posteriores. La *winsorización* consiste, de forma sencilla, en limitar el efecto de observaciones excepcionalmente altas o bajas, que podrían ser incluso errores de la base de datos, sustituyéndolas por valores menos extremos, normalmente situados en determinados percentiles de la distribución. No elimina esas observaciones de la muestra, sino que reduce su capacidad de distorsionar los resultados agregados. Esta técnica resulta especialmente útil cuando se trabaja con muestras pequeñas o heterogéneas, en las que una sola empresa con valores financieros atípicos puede alterar de forma significativa la media, las correlaciones o los resultados econométricos. Esta heterogeneidad es consistente con la naturaleza de la muestra, compuesta por empresas de reducido tamaño y con distintos perfiles de crecimiento y estructura financiera.

Tabla 3 – Estadísticos descriptivos de la muestra de empresas cotizadas y sus respectivas empresas no cotizadas contrapartes.

	COTIZADAS						NO COTIZADAS CONTRAPARTES					
	Media	Desviación estándar	Mínimo	Mediana	Máximo	N	Media	Desviación estándar	Mínimo	Mediana	Máximo	N
TAMAÑO	288,6156	424,0069	0,9961	121,0818	3.572,2240	357	202,8287	249,4108	0,5535	85,6637	1.144,1576	357
ROA	-0,0177	0,5742	-8,1508	0,0319	0,6072	357	0,0397	0,0870	-0,3421	0,0347	0,4545	357
ROE	0,2257	6,5764	-40,1147	0,0465	116,9790	357	0,1133	1,4305	-5,5562	0,0503	24,6500	357
ENDEUDAMIENTO	0,3580	0,2512	0,0002	0,2977	2,0108	357	0,2764	0,2811	0,0000	0,2290	2,8241	357
COSTE DEUDA	0,0551	0,0534	0,0000	0,0428	0,4695	357	0,1256	0,5722	0,0000	0,0373	9,3545	357
CAPEX	0,1398	0,5752	-0,9198	0,0208	6,3083	357	0,0285	0,2586	-0,6989	-0,0086	1,7397	357
CRECIMIENTO VENTAS	0,2839	1,8698	-0,9532	0,0869	31,7443	357	0,1292	0,9094	-0,8734	0,0494	14,5736	357
SALARIO	54,6818	31,3941	15,3836	48,8261	294,0469	357	56,4305	43,6100	11,3713	49,3672	486,0000	357

Notas: Las variables están definidas en la Tabla 1 y Tabla 2. N representa el número total de observaciones.

3.3 Análisis univariante

Con el objetivo de analizar las diferencias en el desempeño entre empresas cotizadas y no cotizadas a lo largo del tiempo, se lleva a cabo en primer lugar un análisis preliminar de carácter univariante, basado en comparaciones anuales de medias. Al tratarse de empresas emparejadas por sector y tamaño, esta comparación permite observar si, en determinado ejercicio, las cotizadas presentan valores medios superiores o inferiores a los de empresas no cotizadas comparables. En concreto, para cada ejercicio del periodo analizado (2018–2024), se evalúa la significación estadística de la media de las diferencias mediante el *t-test* para muestras emparejadas, considerando el emparejamiento previamente definido entre cada empresa cotizada y su correspondiente empresa no cotizada. La hipótesis nula establece que la media de las diferencias es igual a cero.

Con el fin de mitigar la influencia de valores extremos, las variables se han *winsorizado* en los percentiles 1 y 99, siguiendo la práctica habitual en la literatura empírica en finanzas y contabilidad.

Este enfoque permite evaluar de forma preliminar si las diferencias observadas en las variables de rentabilidad, estructura de capital, inversión y crecimiento son estadísticamente significativas en cada año del horizonte temporal analizado, controlando por las características de tamaño y sector a través del diseño de emparejamiento. No obstante, el análisis univariante identifica diferencias, pero no permite aislar completamente otros factores que también pueden influir en el desempeño empresarial. Por este motivo, se complementa con un análisis multivariante.

3.4 Análisis multivariante

El análisis multivariante permite examinar si la condición de empresa cotizada sigue estando asociada a diferencias en el desempeño una vez considerados otros factores relevantes. A diferencia del análisis univariante, que compara medias de forma directa, este enfoque estima simultáneamente el efecto de varias variables explicativas. Así, con el fin de analizar el efecto de los mecanismos de gobierno corporativo exigidos a las empresas cotizadas sobre las distintas medidas de desempeño controlando, además, por distintas variables que pueden estar relacionadas con la *performance* de la empresa (tal y como la literatura recoge) se estima un modelo multivariante tal y como se recoge en la expresión (1).

(1) $X_{it} = \beta_0 + \beta_1 COTIZADA_i + \beta_2 TAMAÑO_{it} + \beta_3 ENDEUDAMIENTO_{it} + \beta_4 (COVID \times COTIZADA_i) + \in_{it}$

donde X_{it} representa las distintas variables dependientes de desempeño o *performance* (definidas en la Tabla 1) para la empresa ***i*** en el año ***t***.

Como variables explicativas, nuestra variable de interés, $COTIZADA_i$ es una variable *dummy* que toma valor ***1*** si la empresa ***i*** cotiza en Bolsa o en BME Growth y ***0*** en caso contrario. El coeficiente β_1 asociado a la variable ***COTIZADA*** permite evaluar si, una vez controlado por otros factores, la variable ***X*** de las empresas cotizadas presenta una *performance* significativamente distinta al de las no cotizadas. Dado que las empresas no cotizadas seleccionadas carecen de los mecanismos de gobierno corporativo exigidos a las cotizadas, este coeficiente puede interpretarse como una aproximación al efecto de las exigencias de gobierno corporativo derivadas de la cotización sobre las distintas medidas de *performance*.

Como variables de control se incluyen el $TAMAÑO_{it}$ y, cuando corresponde, el $ENDEUDAMIENTO_{it}$ de la empresa i en el año t, variables ampliamente utilizadas en la literatura como determinantes del desempeño empresarial.[7] Asimismo, se incorpora una variable de interacción entre la condición de empresa cotizada, $COTIZADA_i$, y la variable COVID $(COVID \times COTIZADA_i)$ (con el objetivo de capturar posibles efectos diferenciales derivados de este *shock* macroeconómico. Adicionalmente, todas las estimaciones se controlan por efectos fijos de sector y año. En la Tabla 2 se encuentra la explicación detallada de estas variables.

En cuanto al método de estimación, la expresión ***(1)*** se estima inicialmente mediante Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) sobre el total de la muestra de empresas y para todo el horizonte temporal analizado utilizando errores estándar robustos agrupados por empresa *(clustered standard errors)*. Adicionalmente, se estiman modelos de datos de panel con efectos aleatorios, así como modelos tipo Mundlak. Esta última aproximación se emplea ya que, al no variar las variables de interés a lo largo de los años, la aplicación de datos de panel con efectos fijos excluiría dichas variables. Esta metodología, frente a la regresión apilada por MCO, permite recoger efectos fijos diferenciales para los individuos de la muestra de forma equivalente a la metodología de datos de panel. Por simplicidad, se reportan únicamente los resultados correspondientes a la estimación por MCO ya que los resultados obtenidos mediante los otros dos métodos de estimación son consistentes con los obtenidos mediante MCO y no alteran las conclusiones principales.

7 Con el fin de reducir el impacto de trabajar con variables expresadas en distintas magnitudes, la variable TAMAÑO se transforma mediante el logaritmo neperiano.

4 Resultados

4.1 Análisis univariante

Los resultados del análisis univariante por años se muestran en las Tablas 4, 5 y 6. Este análisis preliminar permite identificar patrones iniciales en las diferencias entre empresas cotizadas y no cotizadas a lo largo del periodo analizado. Conviene recordar, no obstante, que estos resultados describen diferencias anuales de medias y no incorporan todavía todos los controles incluidos posteriormente en el análisis multivariante.

En el ámbito de la rentabilidad (Tabla 4), se observa una tendencia en la que las empresas cotizadas presentan una menor rentabilidad económica (ROA) que sus pares no cotizadas. Esta diferencia es estadísticamente significativa en los ejercicios 2020, 2023 y 2024 (con un nivel de confianza del 90 %, 95 % y 90 %, respectivamente), lo que podría sugerir que el perfil de las empresas que acuden al mercado está más orientado a otros objetivos de desempeño que a la rentabilidad operativa inmediata. Por el contrario, las diferencias en la rentabilidad financiera (ROE) son mayoritariamente no significativas, a excepción del año 2022 y únicamente para un nivel de confianza del 90 %.

Respecto a la estructura de capital (Tabla 5), los resultados muestran un patrón claro de mayor acceso a la financiación externa por parte de las empresas cotizadas. El nivel de endeudamiento es superior en las cotizadas, con diferencias estadísticamente significativas en 2020 (7,3 p.p. superior), 2021 (10 p.p. superior), 2022 (9,5 p.p. superior), 2023 (11 p.p. superior) y 2024 (casi un 12 p.p. superior). Este mayor apalancamiento se ve favorecido por un menor coste de la deuda en los años 2021 y 2022, lo que refuerza la idea de que la cotización facilita la captación de recursos ajenos.

Finalmente, en la Tabla 6 se presenta el bloque de inversión, crecimiento y salarios. Las empresas cotizadas mantienen niveles de inversión (CAPEX) estadísticamente significativos y superiores a las no cotizadas de forma ininterrumpida entre 2018 y 2021, con diferencias que alcanzan su máximo en 2019 (18,9 p.p. superior). Este mayor esfuerzo inversor se asocia a un dinamismo comercial superior, reflejado en un CRECIMIENTO DE VENTAS estadísticamente significativo mayor en las empresas cotizadas durante los años 2018 y 2019 (con un nivel de confianza del 90 % y 95 %, respectivamente). En cuanto a la variable SALARIO, no se observan diferencias estadísticamente significativas entre ambos grupos en ninguno de los ejercicios.

Tabla 4 – Análisis univariante de la rentabilidad por años: empresas cotizadas frente a no cotizadas.

	ROA			ROE		
AÑO	COTIZADA (1)	NO COTIZADA (2)	DIFERENCIA (1) - (2)	COTIZADA (1)	NO COTIZADA (2)	DIFERENCIA (1) - (2)
2018	0,0415	0,0363	0,0052	0,0079	0,1296	-0,1217
2019	0,0536	0,0254	0,0282	0,0917	-0,0013	0,0930
2020	-0,0151	0,0207	-0,0358*	0,0382	0,0869	-0,0487
2021	0,0297	0,0396	-0,0010	0,0942	0,0631	0,0311
2022	0,0365	0,0532	-0,0167	0,0502	0,1372	-0,0870*
2023	0,0088	0,0480	-0,0391**	-0,0469	0,0385	-0,0854
2024	-0,0066	0,0410	-0,0476*	-0,1066	0,0280	-0,1346

Notas: Las variables están definidas en la Tabla 1 y han sido *winsorizadas* al 1 % y 99 %.
Los niveles de confianza estadística se indican mediante * y **, representando el 90 % y 95 % respectivamente.

Tabla 5 – Análisis univariante de la estructura del capital por años: empresas cotizadas frente a no cotizadas.

	ENDEUDAMIENTO			COSTE DEUDA		
AÑO	COTIZADA (1)	NO COTIZADA (2)	DIFERENCIA (1) - (2)	COTIZADA (1)	NO COTIZADA (2)	DIFERENCIA (1) - (2)
2018	0,3018	0,2722	0,0296	0,0417	0,0580	-0,0163
2019	0,3160	0,2599	0,0561	0,0460	0,0703	-0,0242
2020	0,3648	0,2917	0,0731*	0,0492	0,0606	-0,0114
2021	0,3770	0,2770	0,1000**	0,0407	0,0724	-0,0317*
2022	0,3877	0,2921	0,0956**	0,0411	0,0966	-0,0554*
2023	0,3627	0,2522	0,1106***	0,0587	0,0811	-0,0223
2024	0,3444	0,2255	0,1189***	0,0765	0,0750	0,0016

Notas: Las variables están definidas en la Tabla 1 y han sido *winsorizadas* al 1 % y 99 %.
Los niveles de confianza estadística se indican mediante *, ** y ***, representando el 90 %, 95 % y 99 % respectivamente.

Tabla 6 – Análisis univariante de la inversión, crecimiento y salarios por años: empresas cotizadas frente a no cotizadas.

	CAPEX			CRECIMIENTO VENTAS			SALARIO		
AÑO	COTIZADA (1)	NO COTIZADA (2)	DIFERENCIA (1) - (2)	COTIZADA (1)	NO COTIZADA (2)	DIFERENCIA (1) - (2)	COTIZADA (1)	NO COTIZADA (2)	DIFERENCIA (1) - (2)
2018	0,1246	-0,0041	0,1287***	0,1971	0,0684	0,1286*	50,7864	47,6850	3,1014
2019	0,1722	-0,0168	0,1890***	0,1371	-0,0037	0,1408**	53,4941	50,4818	3,0122
2020	0,1083	-0,0230	0,1313*	-0,0312	-0,0632	0,0321	48,7802	51,2826	-2,5024
2021	0,1712	0,0002	0,1710**	0,4435	0,2196	0,2239	52,1551	52,2518	-0,0968
2022	0,1390	0,0835	0,0555	0,2170	0,2350	-0,0180	52,4853	55,3096	-2,8243
2023	0,0548	0,0671	-0,0122	0,1632	0,0666	0,0966	54,1892	54,2713	-0,0821
2024	0,0281	0,0122	0,0158	-0,0323	-0,0203	-0,0120	58,4791	55,4012	3,0780

Notas: Las variables están definidas en la Tabla 1 y han sido *winsorizadas* al 1 % y 99 %.
Los niveles de confianza estadística se indican mediante *, ** y ***, representando el 90 %, 95 % y 99 % respectivamente.

4.2 Análisis multivariante

En la Tabla 7 se presentan los resultados de las estimaciones realizadas mediante MCO. Como se ha mencionado anteriormente, los resultados obtenidos a través del modelo de datos de panel y regresión de Mundlak son similares (robustos) a los resultados que se exponen a continuación, por ello centramos la discusión en las estimaciones por MCO (véase apartado 3.4 para más detalle).

En la Tabla 7, el coeficiente asociado a nuestra variable de interés, COTIZADA, presenta una relación estadísticamente significativa en varios de los indicadores de *performance* analizados. En cuanto a la estructura financiera, el coeficiente positivo en la variable ENDEUDAMIENTO muestra que las empresas cotizadas tienen un nivel de endeudamiento significativamente superior (9,76 p.p.) al de las no cotizadas, con un nivel de confianza del 99 %. Este hallazgo sugiere que la cotización, como proxy de una gobernanza más robusta y mayor transparencia, facilita el acceso a la financiación externa (apalancamiento). Además, este mayor acceso al crédito se obtiene en condiciones más favorables, dado que el coeficiente asociado al COSTE DE DEUDA es negativo (-2,26 p.p.) y significativo con un nivel de confianza del 95 %. En conjunto, estos datos indican que las empresas cotizadas, con mejores mecanismos de control y supervisión, logran convertir sus mayores niveles de transparencia en una ventaja para captar mayores recursos ajenos a un menor coste.

Asimismo, se observa que las empresas cotizadas presentan niveles superiores de inversión en activos fijos (CAPEX, 6,51 p.p.) y un mayor dinamismo comercial (CRECIMIENTO DE VENTAS, 8,87 p.p.), ambos significativos con un nivel de confianza del 95 %, en comparación con las empresas no cotizadas.

Por el contrario, una vez controlados los efectos sectoriales, temporales y las características de la empresa, no se observan diferencias estadísticamente significativas en la rentabilidad económica (ROA) ni en la financiera (ROE). Al desaparecer la significatividad observada en el análisis univariante, la evidencia sugiere que la cotización no impacta directamente en la rentabilidad operativa en el corto plazo, sino que su efecto es más evidente en la capacidad de crecimiento y en la optimización de la estructura de capital. Tampoco se observan efectos significativos en la variable SALARIO.

En relación con las variables de control, el TAMAÑO de la empresa se confirma como un determinante positivo de la inversión, el crecimiento de ventas y el ROA, mientras que el ENDEUDAMIENTO se asocia de forma negativa con el ROA, el COSTE DE DEUDA y con la variable SALARIO. Por su parte, la variable de interacción (COVIDxCOTIZADA) muestra únicamente un impacto negativo y significativo (con un nivel de confianza del 90 %) en la variable SALARIO, lo que podría sugerir una mayor flexibilidad en el ajuste de costes laborales por parte de las empresas cotizadas durante el *shock* de la pandemia.

Tabla 7 – Análisis multivariante del impacto de la cotización sobre la *performance*.

VARIABLE DEPENDIENTE	ROA	ROE	ENDEUDAMIENTO	COSTE DEUDA	CAPEX	CRECIMIENTO VENTAS	SALARIO
COTIZADA	-0,0168	-0,0561	0,0976***	-0,0226**	0,0651**	0,0887**	1,2531
TAMAÑO	0,0164**	0,0358	-0,0170	-0,0044	0,0382***	0,0463***	1,6991
ENDEUDAMIENTO	-0,0704***	-0,1503			0,0166	-0,2029**	-10,0901
COVID x COTIZADA	-0,0196	0,0060	-0,0187	0,0128	0,0517	-0,0579	-3,6065*
CONSTANTE	0,0211	0,0165	0,2905**	0,0625**	-0,2043**	-0,1982*	39,1313***
SECTOR	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
AÑO	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
R^2 AJUSTADO	0,1977	0,0541	0,3041	0,1072	0,0933	0,1121	0,3187
N	714	714	714	714	714	714	714

Notas: Estimaciones realizadas mediante Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) según la expresión (1) con errores estándar robustos agrupados por empresa y controlados por sector y año.
Los niveles de confianza estadística se indican mediante *, ** y ***, representando el 90 %, 95 % y 99 % respectivamente.
Las variables están definidas en la Tabla 1 y la Tabla 2 y han sido winsorizadas al 1 % y 99 %.
N representa el número total de observaciones.

5 Conclusiones

El presente trabajo analiza si los requisitos específicos en materia de gobierno corporativo exigidos a las empresas cotizadas (tanto en Bolsa como en BME Growth) actúan como determinantes del desempeño o *performance* empresarial frente a empresas no cotizadas que no se enfrentan a tales requisitos. Los resultados obtenidos permiten extraer varias conclusiones relevantes.

En primer lugar, las empresas cotizadas muestran, en términos generales, un mayor acceso a la financiación externa, reflejado en un mayor nivel de endeudamiento (aproximadamente 9,8 p.p. superior), que además se obtiene en condiciones más ventajosas, con un coste de la deuda en torno a 2,3 p.p. inferior. Estos resultados apuntan a que las exigencias de gobernanza asociadas a la cotización facilitan el acceso a financiación en condiciones más favorables, dado que la presencia de mecanismos de control y supervisión incrementa la transparencia, reduce la asimetría informativa y refuerza la credibilidad de las empresas, permitiéndoles captar recursos ajenos en mejores condiciones. Este mayor uso de la deuda puede, además, favorecer el crecimiento empresarial y permitir el aprovechamiento de ventajas como el ahorro fiscal asociado al endeudamiento.

En segundo lugar, y coherentemente con los resultados comentados en el párrafo anterior, las empresas cotizadas presentan niveles de inversión y crecimiento significativamente superiores a las no cotizadas. En concreto, las empresas cotizadas invierten en torno a 6,5 p.p. más (CAPEX) y logran un crecimiento de ventas 8,9 p.p. mayor. Dicha evidencia sugiere que el acceso a los mercados de capitales, unido a la disciplina derivada de los estándares de gobernanza, favorece el desarrollo de políticas de expansión más intensivas. Asimismo, las estructuras de control exigidas por la cotización proporcionan un marco de confianza que favorece la competitividad y el dinamismo comercial a largo plazo.

Por último, en relación con la rentabilidad, no se observan diferencias estadísticamente significativas entre empresas cotizadas y no cotizadas una vez controlados otros factores. Este resultado sugiere que, si bien las empresas cotizadas presentan un mayor dinamismo inversor y de crecimiento, este esfuerzo no se traduce necesariamente en una mayor rentabilidad operativa en el corto plazo, pudiendo estar asociado a estrategias de expansión que priorizan el crecimiento futuro y la creación de valor a medio y largo plazo de la empresa frente a los resultados inmediatos.

En conjunto, los resultados sugieren que las exigencias de gobierno corporativo asociadas a la cotización tienen, en general, un impacto positivo en el comportamiento empresarial, especialmente en términos de inversión, crecimiento y condiciones de financiación. No obstante, no se observa una mejor rentabilidad. En este sentido, la evidencia apunta a que los requisitos de gobierno corporativo exigidos a las empresas cotizadas refuerzan las bases para el crecimiento futuro y la creación de valor.

Referencias

Bolsas y Mercados Españoles. (2018).
Circular 2/2018. Requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el Mercado Alternativo Bursátil de acciones emitidas por Empresas en Expansión y por Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario (SOCIMI).
https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2018/MAB_Circular_2-2018.pdf

Bolsas y Mercados Españoles. (2020).
Circular 1/2020. Requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity.
https://www.bmegrowth.es/docs/normativa/esp/circulares/2020/1_2020_CIRC_INCORPORACIÓN__BME_Growth.pdf

Parlamento Europeo. (2014).
Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014 , relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Diario Oficial de la Unión Europea, 12 de junio, 349–496.
http://www.boe.es/doue/2014/173/L00349-00496.pdf

Reino de España. (2010).
Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, 3 de julio. nº 161

Reino de España. (2015).
Ley 22/2015, de 20 de julio, de Auditoría de Cuentas. Boletín Oficial del Estado, 21 de julio. nº 173

Anexos

ANEXO 1. Listado de empresas cotizadas analizadas y sus respectivas contrapartes no cotizadas.

COTIZADAS		NO COTIZADAS CONTRAPARTES	
DENOMINACIÓN	**NIF**	**DENOMINACIÓN**	**NIF**
PANEL A: BOLSA			
Tubacex, S.A.	A01003946	Compañía Española de Laminación, S.L.	B59559351
Naturhouse Health, S.A.	A01115286	Casa Santiveri, S.L.	B63803167
Ercros, S.A.	A08000630	Sabic Innovative Plastics España, S.L.	B30651681
Nueva Expresión Textil, S.A.	A08276651	PGI Spain, S.L.U.	B65138802
Iberpapel Gestión, S.A.	A21248893	Saica Pack, S.L.	B50035179
Bodegas Riojanas, S.A.	A26000398	Bodegas Manzanos, S.L.	B31423932
Duro Felguera, S.A.	A28004026	Azvi, S.A.	A41017088
Nicolas Correa, S.A.	A28041317	Serra Soldadura, S.A.U.	A08283921
Amper, S.A.	A28079226	Norvento Enerxia, S.L.	B27014315
Grupo Ezentis, S.A.	A28085207	Constructora Pirenaica, S.A.	A08436107
Prim, S.A.	A28165587	Nutrition & Sante Iberia, S.L.	B63175715
Compañía Española de Viviendas en Alquiler, S.A.	A28218543	Inversiones Subel, S.L.	B15650120
Airtificial Intelligence Structures, S.A.	A28249977	Idom Consulting, Engineering, Architecture, S.A.U	A48283964
Montebalito, S.A.	A28294700	Explotaciones Inmobiliarias Zaragozanas, S.L.	B50032036
Promotora de Informaciones, S.A.	A28297059	Grupo Zeta, S.A.	A58384256

COTIZADAS		NO COTIZADAS CONTRAPARTES	
DENOMINACIÓN	**NIF**	**DENOMINACIÓN**	**NIF**
Azkoyen, S.A.	A31065618	Tavil IND, S.A.	A17223116
Adolfo Domínguez, S.A.	A32104226	Punt Roma, S.L.	B61481198
Grupo Empresarial San José, S.A.	A36046993	Salou 2000, S.L.	B43103845
Inmobiliaria del Sur, S.A.	A41002205	Percacer, S.L.	B79109625
Compañía Levantina de Edificación y Obras Públicas, S.A.	A46004131	Construcciones Daltre, S.L.	B38281945
Libertas 7, S.A.	A46007449	Villaviñas, S.L.	B03457462
Lingotes Especiales, S.A.	A47007109	Haizea WEC Fundicion, S.L.	B20995775
Vocento, S.A.	A48001655	Unidad Editorial Información Deportiva, S.L.	B81868697
Obrascon Huarte Lain, S.A.	A48010573	Acsa Obras E Infraestructuras, S.A.U.	A08112716
Tubos Reunidos, S.A.	A48011555	Global Steel Wire, S.A.	A08080533
Deoleo, S.A.	A48012009	El Pozo Alimentación, S.A.	A30014377
Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclaje, S.A.	A58348038	Industrias GOL, S.A.	A20438602
Oryzon Genomics, S.A.	A62291919	Glaxosmithkline Investigacion y Desarrollo, S.L.	B83326389
Renta Corporación Real Estate, S.A.	A62385729	Mercali, S.A.	A78930336
Alantra Partners, S.A.	A81862724	Kale Quinoa, S.L.	B87330056
Talgo, S.A.	A84453075	Aernnova Aerospace, S.A.	A01288836
Squirrel Media, S.A.	A84856947	Tripictures, S.L..	B86844305
Global Dominion Access, S.A.	A95034856	Siemens Rail Automation, S.A.U.	A28512598
Laboratorio Reig Jofre, S.A.	A96184882	Laboratorio Aldo Union, S.L.	B58364795

COTIZADAS		NO COTIZADAS CONTRAPARTES	
DENOMINACIÓN	**NIF**	**DENOMINACIÓN**	**NIF**
PANEL B: BME GROWTH			
Aeternal Mentis, S.A.	A02992741	Alpega Iberia, S.A.	A83191700
Club de Futbol Intercity, S.A.D.	A03848256	Frisian, S.L.	B43875434
Robot, S.A.	A07112618	Kepar Electronica, S.L.	B50653047
Alquiber Quality, S.A.	A09373861	Record GO Alquiler Vacacional, S.A.	A12584470
Biotechnology Assets, S.A.	A11811163	Cosentino Research and Development, S.L.	B04714093
Soluciones Cuatroochenta, S.A.	A12877445	Newry Global Media, S.L.	B88117387
Altia Consultores, S.A.	A15456585	NTT Data Spain Centers, S.L.	B84861178
Profithol, S.A.	A16729196	Ibérica de Mantenimiento, S.A.	A50158997
Secuoya, Grupo de Comunicación, S.A.	A18859520	Video Mercury Films, S.A.	A78428018
Lleidanetworks Serveis Telematics, S.A.	A25345331	Centro de Innovación de Servicios Gestionados Avanzados, S.L.	B39740170
Griño Ecologic, S.A.	A25530163	Ecológica Ibérica y Mediterránea, S.A.	A58565755
Clerhp Estructuras, S.A.	A30859755	Montajes Industriales Caorza, S.L.	B29825577
Arteche Lantegi Elkartea, S.A.	A48898548	Clarios Iberia P&D, S.L.	B20022133
Facephi Biometría, S.A.	A54659313	Artefact Data Spain, S.L.	B84421320

COTIZADAS		NO COTIZADAS CONTRAPARTES	
DENOMINACIÓN	**NIF**	**DENOMINACIÓN**	**NIF**
Energía, Innovación Y Desarrollo Fotovoltaico, S.A.	A55025068	Insyte Instalaciones, S.A.	A79446795
Plásticos Compuestos, S.A.	A58327446	Eslava Plásticos, S.A.	A46212262
Pangaea Oncology, S.A.	A64353584	Norvento Technpower, S.L.	B27389667
Agile Content, S.A.	A64549181	Deister, S.A.	A58738147
Holaluz-Clidom, S.A.	A65445033	Electro Metalúrgica del Ebro, S.L.	B08000622
Parlem Telecom Companyia de Telecomunicacions, S.A.	A65851446	Telecomunicaciones del Levante, S.L.	B03067741
Asturiana de Laminados S.A.	A74173188	Cunext Copper Industries, S.L.	B84150994
Llorente & Cuenca, S.A.	A81498669	Grupo Paramus, S.L.	B80809742
Catenon, S.A.	A82539636	Acttiv Leisure Projects, S.L.	B83465641
Making Science Group, S.A.	A82861428	Gureak Marketing, S.L.	B20158218
Gigas Hosting, S.A.	A86125218	Emagister Servicios de Formación, S.L.	B62673108
Natac Natural Ingredients, S.A.	A86249331	Rolabo Outsourcing, S.L.	B60654738
Singular People, S.A.	A86978988	CGM Clinical España, S.L.	B85282481
NBI Bearings Europe, S.A.	A95214508	BAC Valves, S.A.	A17378928
Endurance Motive, S.A.	A98980246	Felemamg, S.L.	B33016387

BME
Bolsas y Mercados Españoles
Plaza de la Lealtad, 1
Palacio de la Bolsa
28014 Madrid

www.bolsasymercados.es

Este material ha sido preparado por Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S. A. (BME) y/o sus filiales (en conjunto, "BME", todas las anteriores entidades pertenecientes al grupo encabezado por SIX Group Ltd., en adelante "Grupo SIX") para el uso exclusivo de las personas a las que BME entrega este material. Este material o cualquiera de sus contenidos no debe interpretarse como un acuerdo vinculante, una recomendación, un consejo de inversión, solicitud, invitación u oferta de compra o venta de información financiera, productos, soluciones o servicios. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de los intervinientes en el Mercado de Valores Español. Ni BME ni el Grupo SIX tienen obligación alguna de actualizar, revisar o mantener al día el contenido de este material, y estará sujeto a cambios sin previo aviso en cualquier momento. Ninguna representación, garantía o compromiso -expreso o implícito- es o será dado por BME o el Grupo SIX en cuanto a la exactitud, integridad, suficiencia, idoneidad o fiabilidad del contenido de este material.

Ni BME ni SIX garantizan la licitud, fiabilidad, utilidad, veracidad, exactitud, exhaustividad y actualidad de la información aportada por fuentes externas, en particular en los datos utilizados a lo largo del informe. Por lo que, ni BME ni SIX serán responsable de los daños y perjuicios que pudieran sufrir los usuarios como consecuencia de la ilicitud, no fiabilidad, inexactitud, falta de veracidad, no exhaustividad y/o no actualidad de los contenidos.

Al reflejar opiniones teóricas, su contenido es meramente informativo y por tanto no debe ser utilizado para valoración de carteras o patrimonios, ni servir de base para recomendaciones de inversión. Las Entidades contribuidoras, BME y las entidades pertenecientes al Grupo SIX no serán responsables de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este material. En general, BME ni ninguna de sus filiales, ni las Entidades contribuidoras, sus administradores, representantes, asociados, sociedades controladas, directores, socios, empleados o asesores asumen responsabilidad alguna en relación con dicha información, ni de cualquier uso no autorizado del mismo.

Este material es propiedad de BME y no puede ser impreso, copiado, reproducido, publicado, transmitido, divulgado o distribuido de ninguna forma sin el consentimiento previo por escrito de BME.

2026 Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros S. A. Todos los derechos reservados.