

LA BOLSA ESPAÑOLA Y LA RENOVACIÓN DEL TEJIDO EMPRESARIAL

Domingo J. García Coto
BME

Javier Garrido Domingo
BME

RESUMEN

Uno de los efectos más comunes de las crisis es que suelen acelerar procesos de transformación que ya estaban latentes. Para la Bolsa española, la provocada por la pandemia está sirviendo para avanzar hacia una estructura empresarial con una base más adaptada a las tipologías de negocio con mejores proyecciones de futuro. La actual composición sectorial de las empresas cuyas acciones se cotizan en BME Growth se ha mostrado en 2020 como uno de los factores que mejor pueden explicar el positivo y robusto comportamiento agregado de los precios en este mercado alternativo. Mientras tanto, el conjunto de grandes empresas cotizadas en la Bolsa representadas en el IBEX 35 ha tenido un comportamiento bastante peor que otros mercados internacionales con menor peso del sector bancario en su base de empresas cotizadas. Los mejores resultados bursátiles en 2020 vienen de las compañías presentes en BME Growth, de algunas de las que integran el IBEX Small Cap y de grandes y pequeñas que pertenecen a sectores intensivos en nuevas tecnologías, entre ellos el de las multinacionales de electricidad y gas españolas. Los datos sugieren que un cambio relevante se está produciendo en la distribución de pesos de las actividades económicas dominantes en la base del mercado. El mercado bursátil puede contribuir de manera decisiva a aumentar la competitividad y el tamaño medio de las empresas españolas como ya lo está haciendo en otras economías mundiales.

PALABRAS CLAVE

Bolsa, Empresas, Capitalización, Tecnología, Bancos, *Utilities*, Sectores, Mercados de Valores, Innovación, Financiación.

En el año 2020 la actividad económica mundial se ha visto severamente castigada por los efectos de la pandemia sanitaria provocada por la covid 19. La retracción del comercio ha impactado en las cuentas de las empresas provocando fuertes ajustes, revisiones a la baja de las previsiones de beneficios y, consecuentemente, descensos importantes y generalizados en las cotizaciones que se han detenido con la llegada de las primeras vacunas en la recta final del ejercicio.

1. La Bolsa española penalizada por el excesivo peso de su sector bancario

En este contexto, dominado por la volatilidad, los inversores han depositado mayoritariamente su confianza en las empresas con mucho peso de las nuevas tecnologías en sus negocios y cuyos productos o

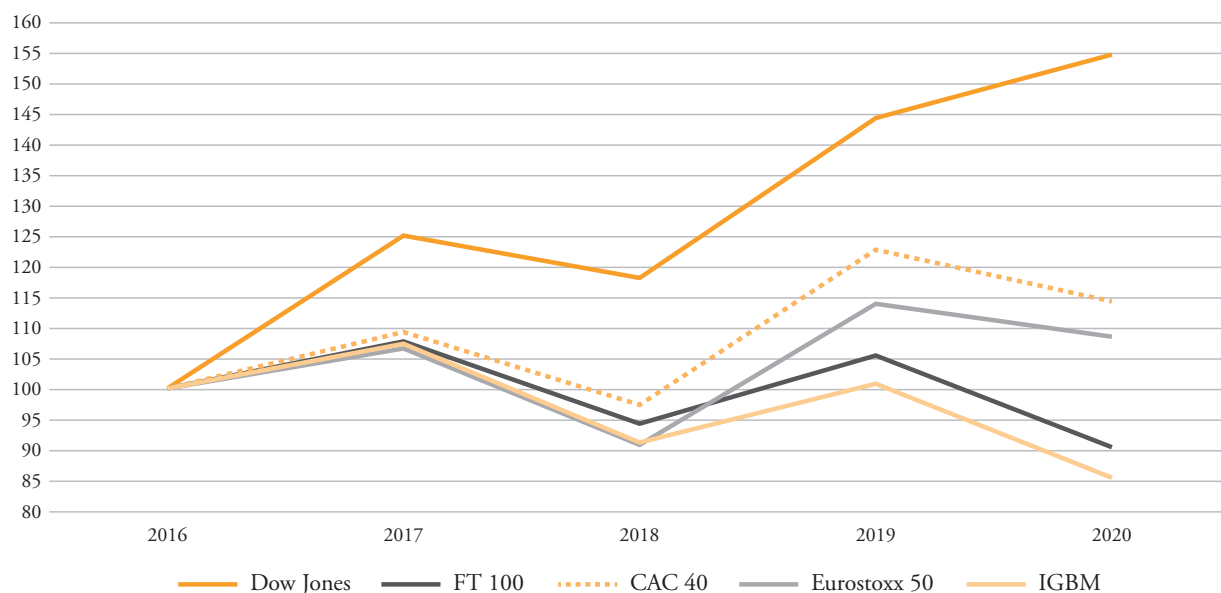
servicios han experimentado un incremento de demanda con la crisis. Esta circunstancia ha puesto de manifiesto de manera más notable el hándicap que arrastran los grandes índices de la Bolsa española en los últimos años debido al elevado peso del sector bancario en el conjunto de empresas cotizadas, no tanto en número como en valor. Así mismo, los datos comparativos de movimiento de los precios y de distribución de participación por empresas en diferentes variables de actividad de los mercados, ponen de relieve que se están produciendo cambios importantes y positivos en la composición sectorial de la Bolsa española en favor de compañías más jóvenes y ancladas en negocios a los que los analistas les atribuyen gran proyección de futuro.

Desde diciembre de 2016 hasta el cierre de 2020 el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) (1) acu-

Gráfico 1

Evolución del IGBM y otros índices internacionales entre 2016 y 2020

Datos anuales. Base=100 31-12-2016



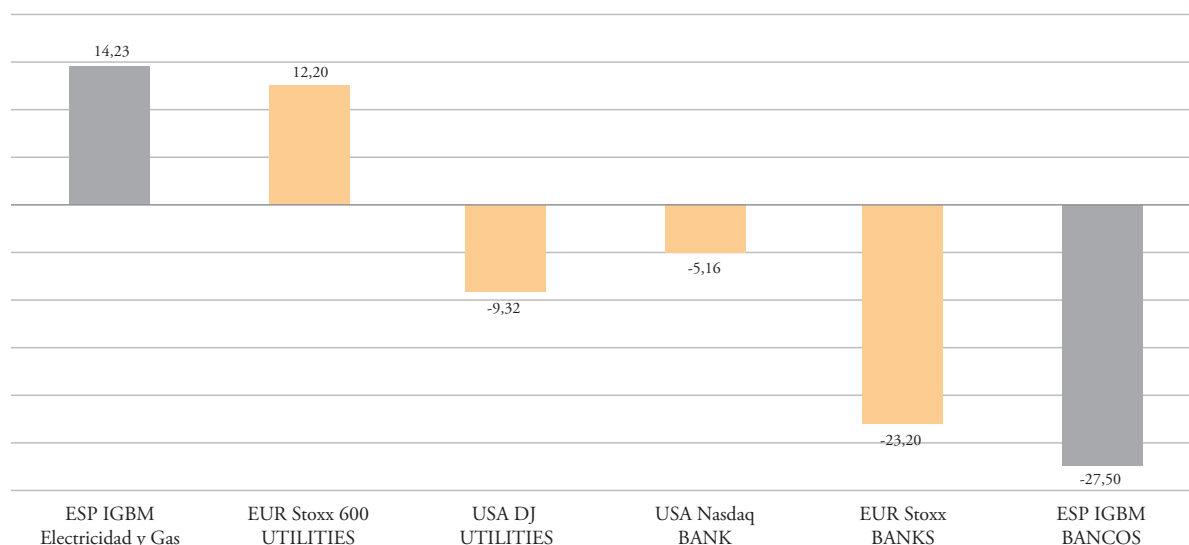
IGBM: Índice General de la Bolsa de Madrid.

Fuente: Estadísticas BME.

Gráfico 2

La cotización de los bancos penaliza a la Bolsa española y la de Utilities lo compensa ligeramente

Variación anual en porcentaje de los índices en 2020 hasta el 31 de diciembre



Fuente: Informe de Mercado 2020 BME.

mula una pérdida del 14,7% frente a ganancias del 8,5% del Eurostoxx 50, el 14,2% del CAC francés o el 54,9% del Dow Jones norteamericano, por coger referencias de indicadores de Bolsas de economías desarrolladas equivalentes. Este diferencial negativo se ha mantenido con diferentes magnitudes durante estos cuatro años (incluso desde antes, podríamos decir que desde la crisis *subprime* de 2007).

Esta situación se ha repetido este año con el IBEX 35, retrocediendo un 15,45%, peor que la mayoría de los índices comparables de otras Bolsas europeas (-5,45% el Eurostoxx 50) y muy lejos de las rentabilidades alcanzadas por los principales índices bursátiles norteamericanos (+7,25% el Dow Jones), en especial de aquellos en los que los valores tecnológicos tienen una predominancia alta como es el caso del Nasdaq 100 con un crecimiento anual del 47,58% en 2020.

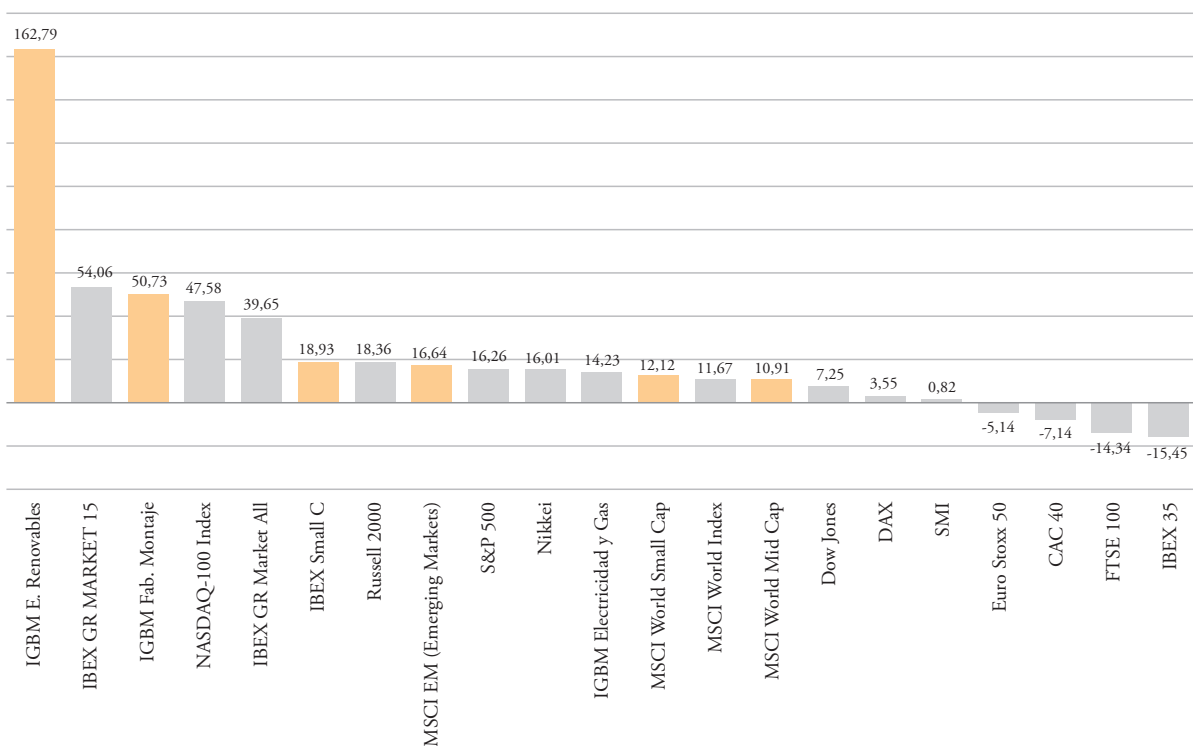
Más allá de la valoración que el mercado atribuye a cada una de las empresas a través del libre juego del cruce de oferta y demanda, una parte importante de la explicación del comportamiento agregado diferencialmente negativo de los precios de la Bolsa española en todo este tiempo, reside en el hecho de presentar una demografía empresarial de base con mucho peso de los valores bancarios y dificultad sostenida de encontrar un relevo sectorial con empresas de otros sectores suficientemente grandes y vinculadas a negocios más diversificados, tecnológicos y menos maduros.

Es una realidad que las cifras relativas sustentan y que no hablarían exclusivamente de falta de empresas, sino de insuficiente tamaño de las mismas y necesidad de un mayor ritmo de incorporación de compañías vinculadas a desarrollos tecnológicos a las Bolsas, tal como se ha denunciado desde BME desde hace ya más de una década cuando se puso en marcha el Mercado Alterna-

Gráfico 3

Algunos índices españoles sectoriales y de pequeñas empresas entre los mejores del mundo

Variación anual en porcentaje el 31 de diciembre de 2020

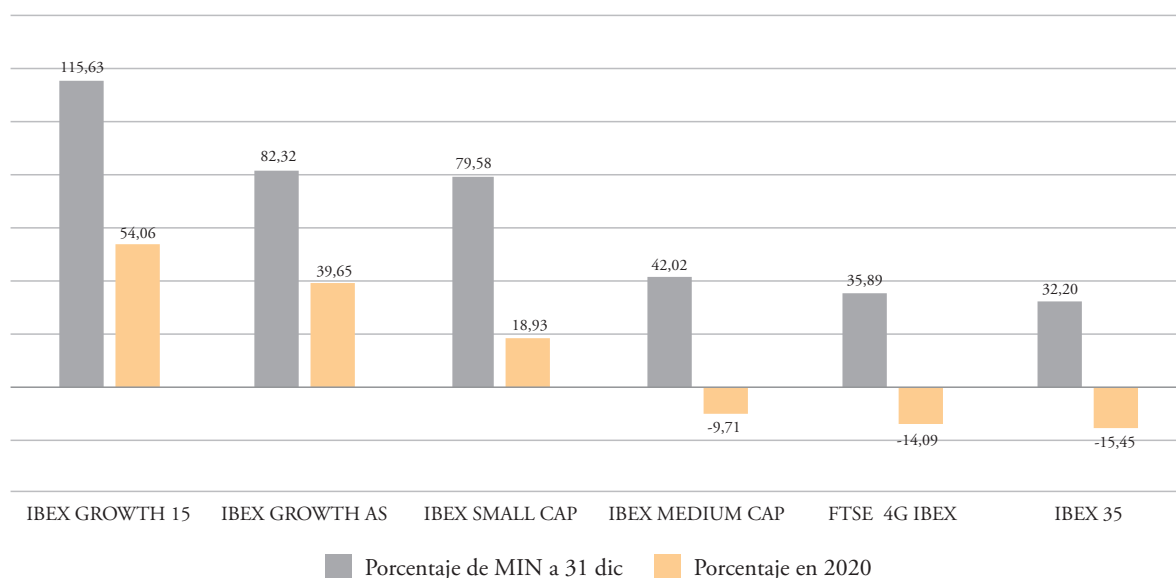


Fuente: Informe de Mercado 2020 BME.

Gráfico 4

La composición sectorial de los índices bursátiles españoles de valores pequeños favorece la superación de la crisis

Variación en porcentaje



Fuente: BME.

tivo Bursátil (hoy BME Growth) y posteriormente el Mercado Alternativo de Renta Fija y el Entorno Premercado (EpM) para tratar de acercar a las empresas las muchas opciones de financiación y la aceleración del crecimiento que proporciona la cotización en Bolsa.

2. Demografía empresarial y representación en los mercados de valores

Según el INE, existen en la actualidad en España alrededor de 1.334.000 sociedades anónimas (SA) y limitadas (SL) registradas en España. De ellas, a 31 de diciembre de 2020 y sin tener en cuenta las SICAV, había 138 presentes en Bolsa y otras 119 negociando en BME Growth (42 asociadas al apartado de Empresas en Expansión y 77 SOCIMI). En total 257 empresas se negocian en alguna plataforma del mercado de valores español, es decir un 0,2 por mil de las SA y SL registradas.

En la Bolsa española actualmente cotizan ocho bancos que representan el 3,2% de las 257 empresas admitidas. Según el INE en España hay alrededor de

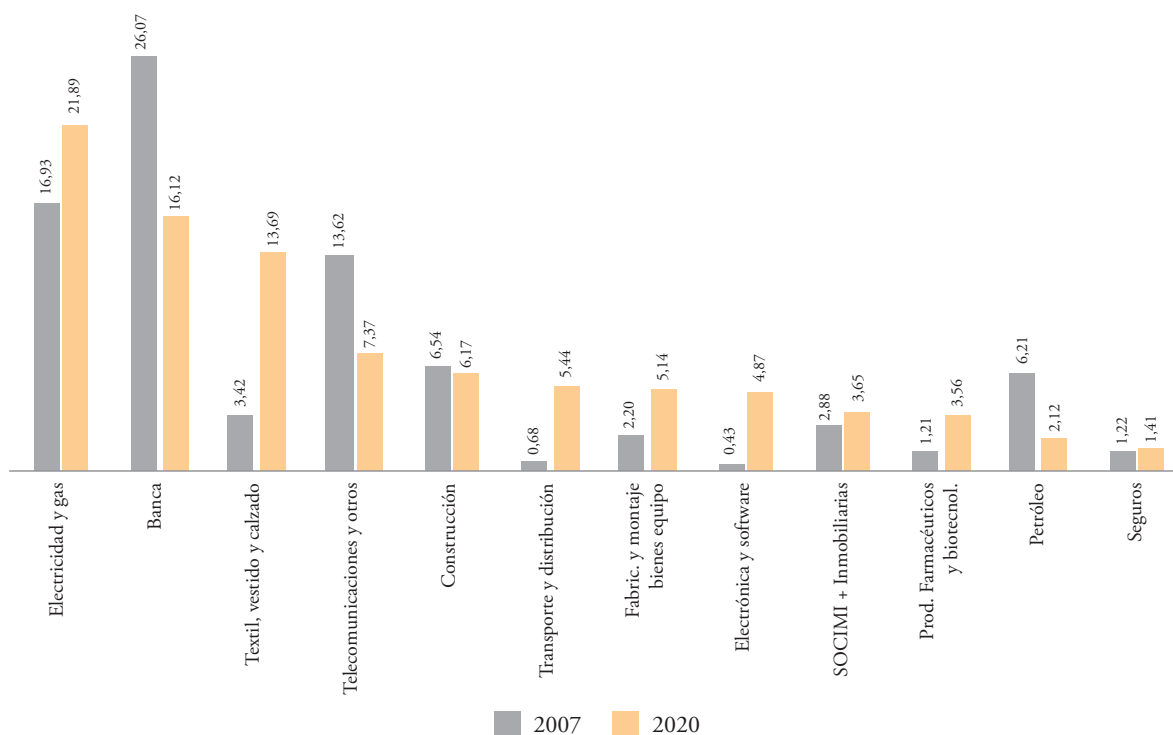
23.000 empresas dedicadas a prestar servicios financieros (incluidos seguros y fondos de pensiones). Esta cifra representa el 0,07% de los 1,33 millones antes comentados. Estos ocho bancos cotizan todos en la Bolsa y representan un 5,8% de las 138 empresas anteriormente señaladas. Los ocho están seleccionados entre los 119 incluidos en el IGBM y representan por número un 6,7% del total. Sin embargo, los Bancos hasta hace cuatro años agrupaban alrededor del 26% de la capitalización total de la Bolsa española y catalizaban entre el 35 y el 40% de los importes negociados en acciones. Entraron en 2020 representando el 19,4% de la capitalización y el 32% de la contratación de acciones. En 2020 el sector Bancos de la Bolsa española cayó un 27,4% anual y registraba, a 31 de diciembre, una caída del 45% desde diciembre de 2016.

La combinación de estos datos parece suficientemente explicativa de la elevada representación de los bancos en la Bolsa española y su efecto sobre la evolución de sus índices de referencia. Esta realidad se hace más explícita si observamos lo ocurrido con otros índices de

Gráfico 5

Peso de los principales sectores de la Bolsa española por capitalización

Basado en la distribución sectorial del IGBM, en porcentaje



Fuente: BME.

Cuadro 1

Diferencias explicativas del retraso del IBEX 35 en la recuperación de la crisis...

Peso de las TMT y sectores muy afines en cada parcela de mercado (tecnología, medios y telecomunicaciones)

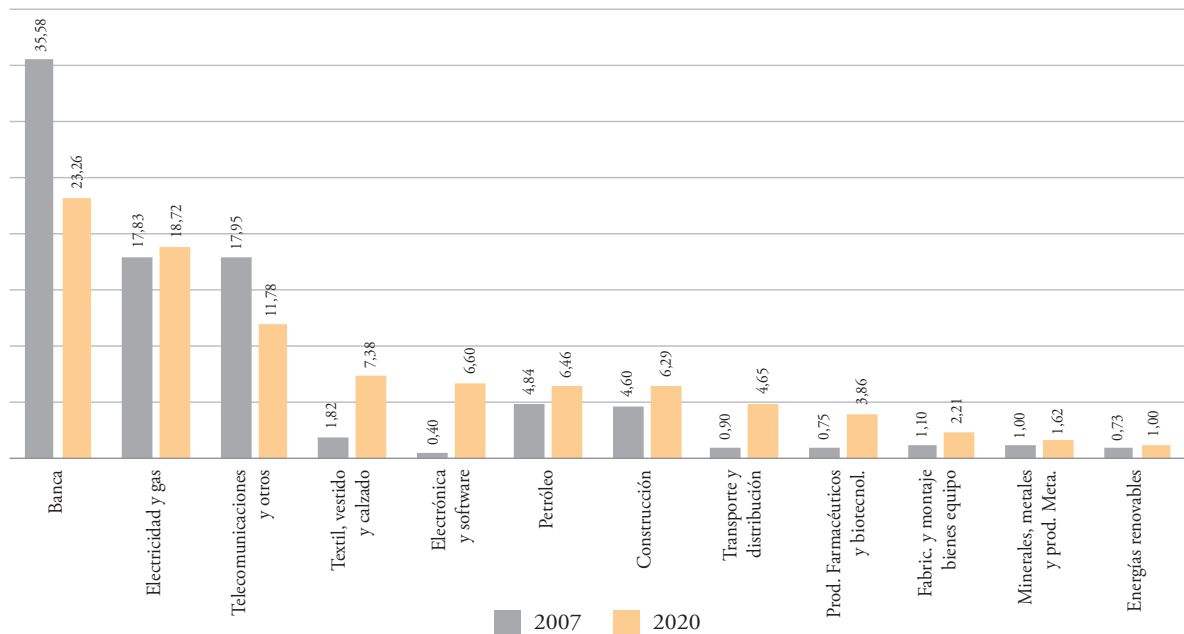
SECTOR	Bolsa (31 dic 20)		BME Growth (31 dic 20)	
	Peso por capitalización (sin SOCIMI)	Número de empresas	Peso por capitalización (sin SOCIMI)	Número de empresas
Electrónica y software	4,87%	3	20,71%	11
Energías renovables	1,26%	5	17,51%	2
Productos farmacéuticos y biotecnología	3,65%	9	11,71%	6
Telecomunicaciones y otros	7,37%	5	8,48%	3
Ingeniería y otros	1,12%	8	6,92%	6
Medios de comunicación y publicidad	0,54%	5	2,27%	2
Total	18,81%	35	67,60%	30
Total empresas en cada plataforma		138		42

Fuente: BME.

Gráfico 6

Peso de los principales sectores de la Bolsa española por contratación

Basado en la distribución sectorial del IGBM, en porcentaje



Fuente: BME.

sectores y valores españoles más pequeños, en especial en 2020. Algunos de ellos figuran entre las inversiones bursátiles más rentables del mundo el pasado año: por ejemplo, el IGBM de Energías Renovables creció un 163%, el IGBM de Fabricación y Montaje de Bienes de Equipo un 51%, el IBEX Growth Market All un 40% y el IBEX Small Cap un 19%.

Solo en estos cuatro índices mencionados están recogidas las cotizaciones de unas 65 compañías (un 26% de las 247) frente a los ocho bancos que son escasamente un 3% del total.

Los datos sugieren que para que la Bolsa española converja con las tendencias mundiales de evolución del valor conjunto de sus empresas, es importante acelerar un cambio en la estructura de pesos de sus empresas cotizadas. Una suerte de relevo de actividades y generacional.

3. Un lento relevo

La crisis en la que estamos inmersos parece que ha acelerado algo ese relevo tras muchos años de cierto es-

tancamiento en la distribución de pesos de los sectores en las variables de actividad bursátil. El cambio se está produciendo, por un lado, apoyándose en un conjunto de grandes multinacionales agrupadas en torno a la producción y suministro de energía (excluyendo el petróleo) que internacionalmente son conocidas como *Utilities* (electricidad y gas en España), a las que se suma en la última década la fuerte irrupción en la élite de las multinacionales españolas de Inditex perteneciente al sector de Textil. En una eventual equivalencia cuantitativa, podría decirse que entre ambos sectores han absorbido los 15 puntos porcentuales de participación relativa en el tamaño de mercado (capitalización) que la Banca y el sector de Telecomunicaciones han perdido desde 2007, tal y como se aprecia en los gráficos adjuntos.

Por otro lado, es en el ámbito de la operativa de los inversores, la compraventa de acciones, donde la dilución del peso de los dos últimos sectores mencionados es mayor y donde se ve mejor que la participación relativa de más sectores ha crecido en estos años, dando idea de una Bolsa que ofrece mayor diversificación. Entre 2007 y 2020 la Banca y las Telecomunicaciones

han perdido 20 puntos porcentuales de participación en el importe negociado en acciones en Bolsa. *Utilities* y Textil han crecido 7 puntos en todo ese tiempo (1 el primero y 6 el segundo) con la actividad repartida entre seis multinacionales en total. Y donde mayores incrementos porcentuales se han producido es en cinco sectores punteros donde conviven actualmente cerca de medio centenar de empresas que en 2020 acapararon un 15% más del importe total negociado en Bolsa frente a su protagonismo en 2007. Se trata de: Electrónica y Software, Transporte y Distribución, Fabricación y Montaje de bienes de Equipo, Productos Farmacéuticos y Biotecnología y, por último, Energías Renovables. En el ámbito de tamaño por valor de mercado estos sectores ganan también 16 puntos de peso en el total frente a lo anotado en 2007.

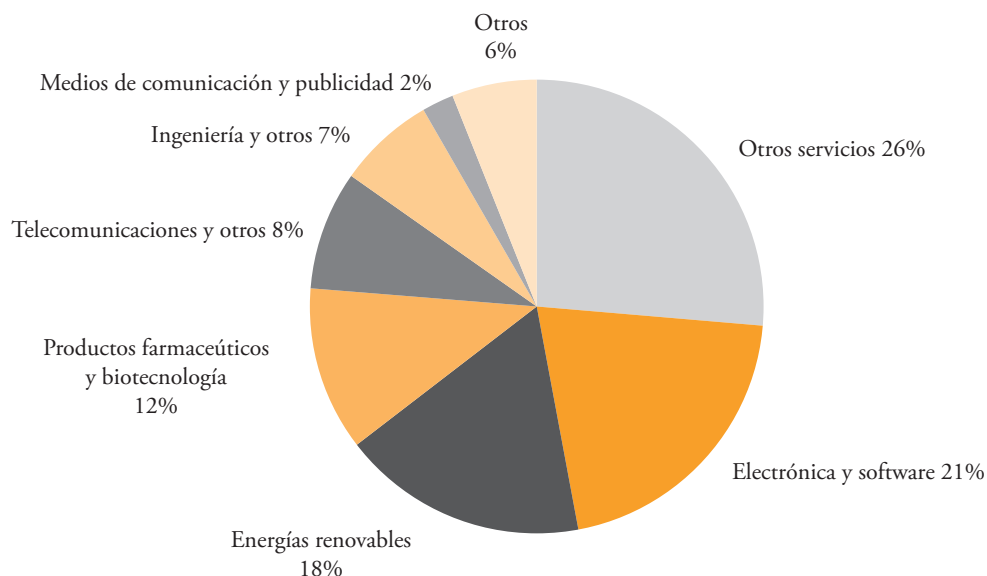
Con todo, aunque son buenas noticias, el proceso se desarrolla de una manera más lenta de lo que sería deseable en términos de contribución a la necesaria renovación y modernización de la economía española. Una Bolsa más representativa de la verdadera estructura productiva y de generación de riqueza del país ayudaría a crecer más deprisa a más empresas en

ámbitos de innovación y competencia internacionales que son trascendentales. Y el análisis de las cifras señala este desfase. Los cinco sectores señalados al cierre del párrafo anterior alcanzan hoy alrededor del 20% de la capitalización y contratación del mercado, mientras el correspondiente a Bancos, Telecomunicaciones y Eléctricas conjuntamente representa alrededor del 45%. La aportación directa de las empresas de estos últimos sectores al PIB español desde el punto de vista de la oferta (2) es de alrededor del 12% (la de servicios financieros concretamente un 3,8%) y la correspondiente a las actividades de Manufacturas, Transportes y Ciencia donde se encuadran mayoritariamente las compañías integradas en los cinco sectores citados en primer lugar alcanza aproximadamente el 23%.

4. BME Growth

Este incremento de la presencia de empresas de sectores muy apoyados en avances tecnológicos en la Bolsa, aunque lento y aún insuficiente, es una buena noticia ya que se orienta en la línea que mejores rentabilidades y tasas de crecimiento empresarial están ofreciendo en

Gráfico 7
Composición sectorial de BME GROWTH
Sin SOCIMI

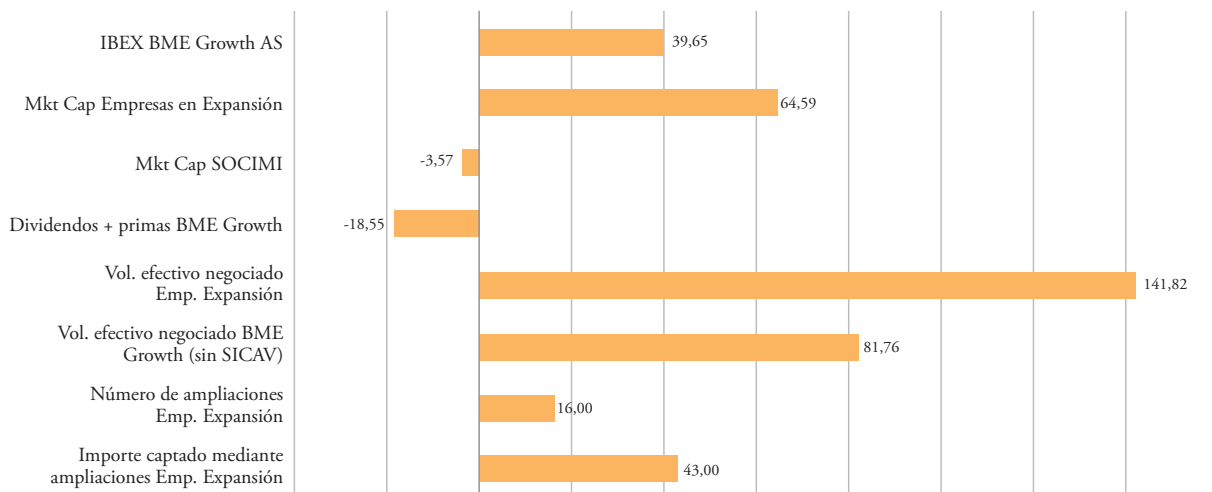


Fuente: BME.

Gráfico 8

BME GROWTH: un refugio de crecimiento en tiempos de crisis

Variación anual sobre datos agregados para empresas en expansión y SOCIMI a 31 de dic de 2020



Fuente: BME.

los mercados bursátiles: actualmente las que presenta el IBEX Growth All Share representando a las 42 empresas que se han clasificado en los últimos años como Empresas en Expansión.

El índice de este grupo de empresas ha aumentado un 39,65% en 2020, su capitalización un 64,59% y el volumen efectivo negociado en sus acciones un 141,82%.

La distribución de pesos por capitalización de las empresas en expansión admitidas en BME Growth (su composición sectorial) tiende en gran medida hacia un mercado basado en el sector de las TMT (3) y otros afines. Su peso en el conjunto de BME Growth expansión fue del 67,6% al cierre de 2020 y en Bolsa este mismo ratio es solo del 18,8%.

Y son empresas que han usado muy bien el mercado para financiar sus planes de crecimiento o reforzar su posición financiera en tiempos de crisis. En 2020 han llevado a cabo un total de 33 ampliaciones con las que han obtenido 133 millones de euros y creciendo un 43 y un 16% respectivamente frente a 2019. Desde 2009 han llevado a cabo 202 ampliaciones con las que han conseguido recursos por valor de 1.118 millones de euros. Estas cifras se elevan hasta 359

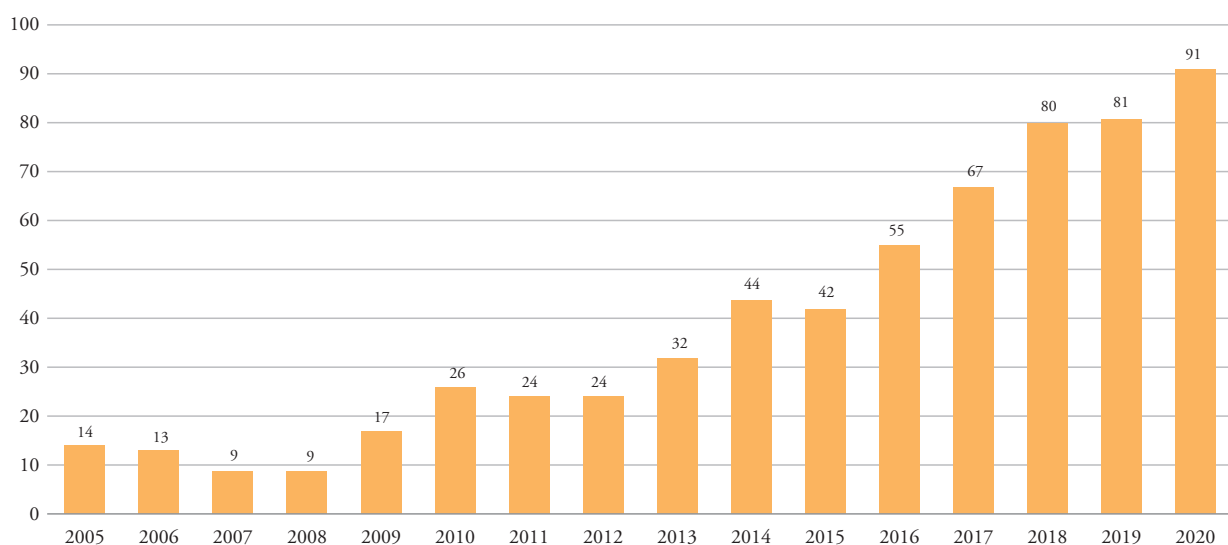
operaciones y 4.702 millones de euros si tenemos en cuenta a las SOCIMI.

5. Presencia en los mercados de renta fija

Un aspecto que merece ser destacado es el uso cada vez más frecuente que las empresas no financieras españolas hacen de los mercados de deuda. En 2020 se ha batido un nuevo récord con 91 compañías y para alcanzar esta cifra está siendo especialmente relevante el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), otra plataforma lanzada por BME para facilitar el acceso de las empresas a financiación con instrumentos de mercado que ha visto refrendado su posicionamiento como una herramienta clave para la financiación empresarial. Fue diseñado en 2013 como un Sistema Multilateral de Negociación para facilitar las emisiones de renta fija de empresas de diversos tamaños, muchas de las cuales no tenían presencia en los mercados de capitales antes de emitir en MARF. Un último ejemplo está en Izertis, la consultora tecnológica de presencia internacional que cotiza en BME Growth, que ha lanzado un programa de pagarés para captar un máximo de 30 millones de euros.

Gráfico 9**Número de empresas no financieras españolas que han emitido renta fija en cada año (2005-2020)**

Incluye tanto emisiones a corto como a largo plazo



Fuente: Banco de España.

6. Renovación del tejido productivo y atracción de las bolsas

Existe amplia literatura académica que sustenta la importancia de las Bolsas en la aceleración de los procesos de crecimiento y renovación empresarial en muchos países. La potencia de financiación que suministra y la amplia apertura que proporciona la cotización a muchos niveles corporativos, impulsa los negocios. Por tanto, para que la remodelación del tejido productivo español y el aumento del tamaño medio de sus empresas tengan lugar, es necesario que más empresas de todos los sectores se incorporen a los mercados de valores. Desde Europa este mensaje se ha entendido claramente y uno de los pivotes centrales del proyecto de Unión de los Mercados de Capitales gira en torno a las acciones y medidas a tomar para que las empresas aumenten sus niveles de capital acudiendo a los mercados para financiarse y crecer.

En España, en los últimos años las salidas a Bolsa han sido escasas y las nuevas admisiones han venido mayoritariamente a través de pymes que han debutado en BME Growth. Un mercado que ha funcionado muy

bien para las SOCIMI con el apoyo de una regulación adecuada y que también lo ha hecho para empresas de sectores preferentemente intensivos en innovación. Por esta razón, este nicho de mercado se ha convertido en la cantera y principal modelo de transformación de la estructura empresarial de base de la Bolsa española. Ya hemos tenido ocasión de presenciar ascensos fulgurantes de compañías que han saltado de BME Growth a Bolsa enclavadas en sectores como las energías renovables (Grenergy) o las Telecomunicaciones (Másmóvil).

También parece que dentro de poco podemos presenciar la primera OPA entre empresas listadas en BME Growth. Se trata de la oferta lanzada por Atrys Health sobre una recién llegada al mercado como es Aspy Global. La compañía Atrys, dedicada a la investigación y desarrollo de diagnóstico y tratamiento de salud, salió al mercado en julio de 2016 con una capitalización bursátil de 16,5 millones de euros. Desde entonces la empresa ha realizado doce ampliaciones de capital, tanto de carácter dinerario como no dinerario, que han ascendido a un total de 94 millones de euros y que han permitido a la empresa alcanzar una capitalización actual de 330 millones de euros.

Cuadro 2

Acciones y posibles medidas para atraer a las empresas a las Bolsas (*)

Promover la participación de las pequeñas y medianas empresas en los mercados de valores	
1	Acelerar la puesta en marcha de alternativas europeas de inversión público-privada previas a la cotización (SME IPO Fund Options).
2	Abundar en medidas nacionales ya propuestas sobre posibles vehículos de inversión en empresas pequeñas y medianas con potencial de crecimiento.
3	Crear una cultura de participación en los mercados de acciones.
4	Mejorar los incentivos fiscales de la cotización y de las OPI.
5	Promover, por parte de los poderes públicos y con apoyo del sector privado, un <i>espacio</i> para la formación y el asesoramiento independiente y gratuito a las empresas en materia de financiación.
6	Desarrollar un marco regulatorio equilibrado que también permita la innovación.
7	Desarrollar y promover el diálogo entre empresas e inversores.
8	Reconocer el papel fundamental que tienen los mercados de capitales públicos en el desarrollo de una economía sostenible.
9	Promover y eliminar trabas a la actuación de los inversores institucionales, como por ejemplo los fondos de pensiones.
10	Promover la participación de los inversores minoristas.
11	Potenciar iniciativas concretas consensuadas entre los responsables políticos y los mercados.
12	Acelerar las modificaciones de la regulación cuando se considere que no cumple con los objetivos.
13	Analizar las ventajas e inconvenientes de fórmulas novedosas de entrada en los mercados como por ejemplo las SPAC (Special Purpose Acquisition Company).
14	Adaptar figuras como la del <i>Direct Listing</i> a la realidad española y europea.
15	Desarrollar una línea de colaboración público-privada para incentivar la liquidez (demanda), promover la relajación de la regulación (para gestores y para la propiedad), llevar a cabo campañas de acercamiento de la cultura financiera, promover vehículos de transición desde el capital riesgo a Bolsa, y continuar impulsando mecanismos de financiación de mercado que ponen a las empresas en la senda del uso de los mercados.
16	Atender a las iniciativas, propuestas y trabajos de la Federación Europea de Bolsas (FESE).
17	Motivar a las empresas de que la mejor forma de ganar tamaño y potenciar el crecimiento es a través de la financiación y presencia en Bolsa.
18	Explicar las ventajas de la presencia en el mercado para las empresas con activos intangibles. Como han demostrado las principales empresas tecnológicas mundiales, la presencia en Bolsa acelera el incremento de tamaño.
19	Potenciar medidas que incrementen la liquidez.
20	Simplificar la regulación y facilitar el acceso a cotización bursátil para que las empresas no vean la salida a Bolsa como un suplicio a causa de la elaboración de un folleto muy complejo.
21	Corrección progresiva de la falta de neutralidad fiscal entre deuda y capital (<i>Debt/Equity Bias</i>).
22	Potenciar y dar a conocer las ventajas de financiarse mediante capital de forma diversificada.
23	Acelerar la aplicación de las medidas propuestas en la CMU (Capital Market Union).

(*) Extraído del trabajo de Álvarez Otero (2021). Ver Bibliografía.

Fuente: Álvarez Otero, S. (2021), *Cómo hacer las Bolsas más atractivas para las empresas*.

Son solo algunos ejemplos, lamentablemente escasos. La realidad es que pocas pymes están preparadas para acceder a la Bolsa, que también está abierta para ellas. Para ayudar a las empresas en este camino hacia el mercado, BME lanzó hace cinco años una iniciativa llamada Entorno Pre Mercado, que combina un programa de formación y entrenamiento con el *networking* adecuado entre empresas con necesidades similares, intermediarios y asesores especializados. Permite a las compañías familiarizarse con el nuevo ecosistema en el que van a poder financiarse y también conocer de primera mano a inversores interesados en formar parte de su proyecto. Actualmente 17 empresas y 16 *partners* forman parte del EPM. Hace poco la empresa tecnológica de soluciones *cloud*, Cuatroochenta fue la primera en saltar desde los programas de EPM a la realidad de mercado que representa BME Growth.

Pero hay una cosa clara, si se quiere transformar el tejido productivo hay que apoyar a las empresas y procurar no solo que acudan a los mercados sino que, una vez que están en ellos, los inversores se interesen por ellas y el ecosistema propicie su participación en las mismas.

Apoyar a las pequeñas y medianas empresas es estratégico. Son las que atesoran mayor potencial de crecimiento, mayor capacidad de generación de empleo sostenible y de alta cualificación. Las que pueden aportar más valor añadido al producto interior de España y pueden competir mejor en un mundo cada vez más abierto. La financiación en el mercado es el medio ideal para hacerlas crecer y diversificar mejor nuestra

base productiva. Se debería hacer todo lo posible para que esto suceda (4).

NOTAS

- (1) Elegimos como variable comparativa el IGBM por ser el más amplio de los indicadores bursátiles de España. El IGBM incluye en la actualidad 119 de las 138 empresas cotizadas en la Bolsa (sin tener en cuenta Latibex ni las negociadas en algún apartado de BME Growth, hasta hace poco MAB). En IGBM están representados cerca de 30 subsectores de actividad económica homologables, en alguna medida, a los existentes en la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE).
- (2) Basado en la desagregación del Valor Añadido Bruto a precios corrientes que ofrece el INE para 2019 según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas.
- (3) TMT es el acrónimo nacional e internacional más conocido para referirse genéricamente al sector de Technology, Media and Telecommunications.
- (4) En el trabajo de Álvarez Otero (2021) se proponen 24 acciones y posibles medidas para atraer a las empresas a las Bolsas. El cuadro que figura en este artículo se ha extraído de ese trabajo.

BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez Otero, S. (2021), *Cómo hacer las Bolsas más atractivas para las empresas*, en línea, <https://www.bolsasymercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/5416>. Consultado el 30 de enero de 2021.
- Bolsas y Mercados Españoles* (2019), «Informe de Mercado 2020», en línea, disponible en Web: <https://www.bolsasymercados.es/docs/infmercado/2020/esp/IM2020.pdf>. Consultado el 30 de enero de 2021.
- INE (2020), www.ine.es, ecurso electrónico, *Cuentas económicas y Empresas*, en línea, consultado el 30 de enero de 2021.