



UNIVERSITAT
POLITÈCNICA
DE VALÈNCIA



FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN Y
DIRECCIÓN DE EMPRESAS. UPV

ESTRATEGIAS DE FINANCIACIÓN DE LAS PYME EN EL MERCADO FINANCIERO: EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL (MAB).

Facultad de Administración y Dirección de Empresas

Universidad Politécnica de Valencia

Trabajo final de grado

Valencia, julio de 2019.

Autor: Carlos Larramendi Hernández

Tutora: Alicia Mateos Ronco

Título: estrategias de financiación de las pyme en el mercado financiero: el mercado alternativo bursátil (MAB).

Resumen: el acceso al mercado de valores no ha sido una de las estrategias de financiación utilizadas por las Pyme en España. Sin embargo, la aparición del Mercado Alternativo Bursátil (MAB), la alternativa española de cotización para pymes puede suponer para éstas disponer de un abanico más amplio de financiación que complete las fórmulas tradicionales, basadas en el crédito bancario. En este contexto, el presente TFG se centra en las Pymes españolas, en atención a su relevante contribución en el desarrollo de nuestra economía y las dificultades de acceso que tuvieron a la financiación bancaria con el estallido de la crisis económica de 2008. Para ello, se realiza un estudio de la evolución reciente y situación actual de las micro, pequeñas y medianas empresas españolas, así como de las principales fuentes de financiación que han utilizado. Se completará el trabajo con el estudio del MAB, así como de las cualidades que lo hacen idóneo para las Pymes, con dificultades de acceso a otros mercados financieros.

Toda empresa necesita obtener financiación para llevar a cabo su actividad empresarial, sin embargo, no todas las fuentes de financiación son iguales. Es por ello, que las empresas deben realizar un análisis de cada una de ellas para así escoger aquella que más se adecúe a las necesidades que puedan tener en ese momento.

Title: financing strategies for pymes in the financial market: the Spanish Alternative Stock Market (MAB).

Abstract: the access to the stock markets hasn't been a financing strategy used by Pymes in Spain. However, the MAB appearance, the Spanish quotation alternative to pymes could suppose a wide financing alternative to complete the funding sources, which are the bank credit. On this way, the present TFG is focused on Spanish pymes, studying his role on the economy development and the difficult access to the bank financing with the 2008 crisis's outbreak. To do it, we do a study about micro, small and middle size enterprises recent evolution and current situation, also what funding sources they have used. This study will be completed with the MAB's study, and what are the qualities what made this market suitable for pymes with problems to access to other markets.

Every company needs to get financing to carry out his business activity, however, not every funding sources are similar. Therefore, enterprises should analyse each one to choose the best one which adapt with the possible necessities what enterprises have in those moment.

Títol: estratègies de finançament de les pime en el mercat financer: el mercat alternatiu borsari (MAB).

Resum: l'accés al mercat de valors no ha sigut una de les estratègies de finançament utilitzades per les Pime a Espanya. No obstant això, l'aparició del Mercat Alternatiu Borsari (MAB) , l'alternativa espanyola de cotització per a pimes pot suposar per a estes disposar d'un palmito més ampli de finançament que complete les fórmules tradicionals, basades en el crèdit bancari. En este context, el present TFG se centra en les Pimes espanyoles, en atenció a la seua rellevant contribució en el desenrotllament de la nostra economia i les dificultats d'accés que van tindre al finançament bancària amb l'esclat de la crisi econòmica de 2008. Per a això, es realitza un estudi de l'evolució recent i situació actual de les micro, xicotetes i mitjanes empreses espanyoles, així com de les principals fonts de finançament que han utilitzat. Es completarà el treball amb l'estudi del MAB, així com de les qualitats que ho fan idoni per a les Pimes, amb dificultats d'accés a altres mercats financers. Tota empresa necessita obtindre finançament per a dur a terme la seua activitat empresarial, no obstant això, no totes les fonts de finançament són iguals. És per això, que les empreses deuen de realitzar una anàlisi de cada una d'elles per a així triar aquella que més s'adeqüe a les necessitats que puguen tindre les empreses en eixe moment.

ÍNDICE DEL CONTENIDO

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN.....	12
1.1. Justificación del trabajo final de grado	12
1.2. Objeto y objetivos.....	13
1.3. Estructura del TFG	14
CAPÍTULO 2: IMPORTANCIA DE LAS PYME EN ESPAÑA	16
2.1. Concepto e introducción.....	16
2.2. Contexto histórico:.....	19
2.2.1. Años predecesores a la crisis económica española (1986-2007):	20
2.2.2. Crisis económica española (2008-2011):.....	27
2.2.3. Recuperación económica (2012-2017):.....	32
2.3. Situación actual del tejido empresarial español:.....	36
CAPÍTULO 3: FINANCIACIÓN DE LAS PYME	39
3.1. Evolución de la financiación de las pymes antes de la crisis.....	39
3.2. Evolución de la financiación de las pymes a partir del año 2008	41
3.3 El capital riesgo como alternativa de financiación para las pymes	47
CAPÍTULO 4: MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL	51
4.1. Mercado financiero:.....	51
4.2. Contexto histórico:.....	51

4.3. Acceso y funcionamiento:.....	54
4.4. Financiación a través del MAB: ampliaciones de capital.....	56
4.5. Estructura del MAB:	59
4.6. Segmento del MAB para empresas en expansión	62
4.6.1. Evolución número de empresas en el segmento del MAB para empresas en expansión	62
4.6.2. Evolución de la financiación obtenida a través del MAB para empresas en expansión (2011-2018).....	63
4.6.3. Distribución de las empresas del segmento del MAB para empresas en expansión según sectores	64
4.6.4. Análisis del tamaño y capitalización de las empresas del segmento del MAB para empresas en expansión.....	65
4.6.5. Conclusiones respecto al segmento del MAB para empresas en expansión.....	70
4.7. Ventajas para las empresas:	71
CAPÍTULO 5: ANÁLISIS DE DOS EMPRESAS DEL SEGMENTO MAB EE	73
5.1. Zinkia	73
5.1.1. Incorporación de la empresa al MAB.....	73
5.1.2. Evolución a través del MAB	75
5.1.3 Salida del MAB	79
5.2. Agile content.....	80
5.2.1. Incorporación de la empresa al MAB:.....	80
5.2.2. Evolución a través del MAB:	81

5.3 Análisis patrimonial del efecto de las ampliaciones de capital realizadas	85
CAPÍTULO 6: CONCLUSIONES	91
BIBLIOGRAFÍA	93
ANEXOS.....	102

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: evolución del tejido empresarial español (2009-2017).....	17
Gráfico 2: productividad comparada por tamaño de empresa. VAB por empleado en miles de euros (2017).	18
Gráfico 3: comparación de la evolución PIB per cápita en euros, de Zona Euro vs España (1985-2018).....	19
Gráfico 4: evolución número de pymes (2002-2007).....	23
Gráfico 5: distribución pymes según su tamaño (2007).	24
Gráfico 6: evolución del empleo (2002-2007).....	25
Gráfico 7: empleo generado según tamaño de empresa (2007).	26
Gráfico 8: evolución del PIB en España (2002-2007).....	27
Gráfico 9: endeudamiento de España con otros países (2008).	28
Gráfico 10: evolución número de pymes (2008-2016).....	29
Gráfico 11: evolución número de empresas según su tamaño (2008-2012).	30
Gráfico 12: evolución del empleo (2007-2017).	31
Gráfico 13: evolución del PIB (2007-2013).....	32
Gráfico 14: evolución de la tasa de crecimiento del PIB en España (2008-2017).....	35
Gráfico 15: distribución de empresas por tamaños (2018).	36
Gráfico 16: variación en el número de empresas según tamaños (2017-2018).....	37

Gráfico 17: empleo generado por las pymes (2018).	38
Gráfico 18: evolución prima de riesgo frente a Alemania (2002-2018).	39
Gráfico 19: tasa de variación interanual de operaciones de financiación bancaria concedidas a empresas (2011-2017).....	41
Gráfico 20: tasa de variación interanual de operaciones de financiación bancaria en España (2006-2009).	42
Gráfico 21: tasa de variación interanual de operaciones de financiación bancaria según el número de relaciones bancarias (2003-2008).	43
Gráfico 22: evolución TAE (2004-2015).	44
Gráfico 23: porcentaje de volumen de inversiones en función de la fase de desarrollo de la empresa receptora, datos en millones de euros (2005-2016).....	49
Gráfico 24: media de los años 2000 a 2010 del peso relativo de la financiación de mercado frente al crédito bancario.....	52
Gráfico 25: capitalización (millones de euros) muestra 10 empresas Bolsa y MAB (2019).	53
Gráfico 26: proporción de empresas cotizadas en el MAB según segmentos excluidas las SICAVS (2019).	60
Gráfico 27: evolución del número de empresas en el segmento EE (2009-2018).....	62
Gráfico 28: evolución de la financiación obtenida, en miles de euros, por las empresas del segmento del MAB para empresas en expansión (2011-2018).	63
Gráfico 29: distribución de empresas por sectores en el segmento "empresas en expansión" del MAB (2019).	65
Gráfico 30: capitalización media de las empresas del segmento de EE del MAB según sectores (2019).	67

Gráfico 31: evolución del capital social de Zinkia (2000-2009).....	74
Gráfico 32: evolución INCN Zinkia (2008-2018).....	75
Gráfico 33: evolución capital social Zinkia a través del MAB (2008-2018)..	76
Gráfico 34: evolución proporción financiación propia y ajena de Zinkia (2008-2018).....	77
Gráfico 35: evolución estructura financiera Zinkia (2008-2018).....	78
Gráfico 36: evolución ROE de Zinkia (2008-2012).	78
Gráfico 37: evolución INCN de Agile (2014-2018).	82
Gráfico 38: evolución del capital social de Agile (2014-2018).	86
Gráfico 39: evolución estructura financiera de Agile (2014-2018).....	87
Gráfico 40: evolución ROE (2014-2018).	88
Gráfico 41: evolución del resultado del ejercicio Agile (2014-2018).	89
Gráfico 42: diferencia entre el BAI y BAI de Agile (2014-2018).....	90

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Características pyme.	16
Tabla 2: Consumo, inversión, ahorro y disponibilidad (1999-2006).	21
Tabla 3: empleo medio generado según tamaño empresarial (2007).	25
Tabla 4: evolución del porcentaje de endeudamiento sobre el país (1996-2007).	40
Tabla 5: evolución del tipo de interés TEDR de nuevas operaciones de crédito según el volumen de financiación (2014-2018).	45
Tabla 6: solicitudes y acceso a la financiación de las pymes (2018).	46
Tabla 7: volumen de inversión capital riesgo por sectores, importe millones de euros (2005-2016).	48
Tabla 8: aproximación tamaño empresarial de las empresas del segmento del MAB para empresas en expansión, según volumen de balance y de cifra de negocios (2019).	66
Tabla 9: capitalización empresas EE de los sectores servicios de consumo y petróleo y energía (2019).	68
Tabla 10: capitalización empresas EE de los sectores bienes de consumo, tecnología y telecomunicaciones y materiales básicos e industria (2019). .	69

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

1.1. JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO FINAL DE GRADO

El presente trabajo fin de grado trata sobre el estudio de la financiación del tejido empresarial español, haciendo hincapié en las pyme. España es un país en el que el mayor número de empresas son de reducido tamaño, lo cual puede tratarse de una limitación al crecimiento económico del país.

Este tejido empresarial, se explica, entre otras cosas, por las diferentes cargas regulatorias que deben soportar las empresas en función de su tamaño. A medida que disminuye el tamaño de estas, las cargas regulatorias disminuyen también.

Pero la configuración del tejido empresarial español no sólo se debe a cargas regulatorias, también se debe a otros factores como el acceso a la financiación. En los años predecesores a la crisis del 2008, la financiación de las pyme era mayoritariamente bancaria debido a unas condiciones muy favorables de esta fuente de financiación. Además, durante esos años no existían mercados que se ajustasen a las características de estas empresas, por lo que la financiación vía mercado era muy difícil. Sin embargo, con el estallido de la crisis las entidades financieras se ven muy perjudicadas y, por tanto, reducen la concesión de financiación a empresas. Este hecho afecta fundamentalmente a las empresas de menor tamaño que eran las que basaban la mayor parte de su financiación en esta fuente.

En este contexto surge el MAB, un mercado que se ajusta a las características de las pymes, permitiéndoles la captación de recursos. El pertenecer a un mercado aporta a las empresas numerosas ventajas como puede ser el llegar a un mayor público o mejorar la confianza de sus clientes debido a las normas impuestas por el mercado.

Pero la ventaja primordial del MAB es que facilita el éxito de las operaciones de ampliación de capital. Estas operaciones de financiación son muy importantes ya que las empresas deben buscar un equilibrio entre los recursos propios y ajenos que financien su actividad. Este equilibrio es especialmente importante pues permite que el crecimiento de la empresa sea sostenible y, por tanto, que resistan mejor a periodos de recesión económica.

La idea de llevar a cabo este trabajo surge debido al interés personal en las ampliaciones de capital y cómo estas pueden constituir una forma de financiación para las empresas. Además, con la llegada de la crisis económica del 2008, las compañías se encontraron con importantes restricciones de acceso a la financiación bancaria tradicional, es por ello por lo que nace mi interés en estudiar si las ampliaciones de capital tomaron un mayor protagonismo desde ese momento.

Por otra parte, durante este último año y debido a diferentes asignaturas estudiadas nace en mí un interés sobre los mercados financieros, descubriendo así otros mercados distintos al mercado financiero por excelencia en España, la Bolsa. De esta manera, aprendo que existen otros mercados como el MAB que son mercados muy parecidos a la Bolsa, pero que debido a sus características están enfocados a otro tipo de empresas de menor tamaño. Todos estos mercados debido a las características que presentan pueden llegar a ser muy beneficiosos para el crecimiento de una empresa.

Todo ello me impulsó a realizar este trabajo, centrándome en las PYME debido a su importancia en nuestra economía y a las dificultades de financiación que se encontraron con la llegada de la crisis.

1.2. OBJETO Y OBJETIVOS

El objeto de este trabajo fin de grado son las pymes en España, así como las fuentes de financiación utilizadas por estas.

El objetivo principal de este trabajo es el estudio del MAB como alternativa de financiación a las fuentes de financiación tradicionales empleadas por las pymes.

A consecuencia del objetivo principal, surgen una serie de objetivos secundarios, los cuales los vamos a estructurar por capítulos.

- En primer lugar, los objetivos secundarios que se persiguen alcanzar con el capítulo 2 son:
 - Dado que nuestro TFG se centra en las pyme, uno de los objetivos secundarios es determinar cuál es la configuración del tejido empresarial español, así como su evolución.

- En esta misma línea, el segundo de los objetivos secundarios es conocer por qué el tejido empresarial español se configura de esa manera.
- Otro objetivo secundario es determinar la incidencia de las pymes en nuestra economía, en cuanto a empleo y PIB se refiere.
- En el tercer capítulo se estudia la evolución de las fuentes de financiación empleadas por las pymes en España.
 - El primer objetivo de este capítulo es conocer las causas de unas condiciones de financiación bancaria tan favorables para las pymes antes de la crisis del 2008.
 - Otro objetivo consiste en analizar la crisis del 2008 y su incidencia en el acceso a financiación por parte de este tipo de empresas de reducido tamaño.
 - Finalmente, el último objetivo de este capítulo es determinar cuales son las condiciones actuales de la financiación bancaria por parte de las pymes. Así como conocer que existen fuentes alternativas de financiación enfocadas a este tipo de empresas.
- El cuarto capítulo del TFG trata sobre el objetivo principal y se persiguen los siguientes objetivos secundarios.
 - Uno de los objetivos de este capítulo es conocer por qué el MAB se configura como un mercado para las empresas de menor tamaño.
 - En esta misma línea, se pretende determinar el papel del MAB en el éxito de las ampliaciones de capital. Las ampliaciones de capital son el procedimiento de obtener financiación vía mercado.
- Finalmente, el último capítulo de este trabajo tiene como objetivo conocer la experiencia de dos empresas que cotizan o han cotizado en el MAB.

1.3. ESTRUCTURA DEL TFG

Este trabajo se encuentra estructurado en cuatro grandes capítulos:

- En primer lugar, se lleva a cabo un análisis de las PYME en nuestro país. Para ello se analiza la evolución experimentada desde el año 1986 hasta ahora, cuál ha sido el efecto que ha tenido la crisis económica por la que atravesó España entre los años 2008 y 2012.

Para ello hemos llevado a cabo un análisis del tejido empresarial español estudiando cuál es la aportación de las PYME en la economía española.

- En el segundo capítulo, estudiaremos cuál ha sido la evolución de las fuentes de financiación empleadas por las pymes en los últimos años.
- En el siguiente capítulo, se lleva a cabo un estudio del MAB, determinando cuáles son las características que lo hacen adecuado para las empresas de menor tamaño. Además, estudiaremos cómo a través de ampliaciones de capital las empresas obtienen financiación, así como el papel que desempeña este mercado en el éxito de estas operaciones de financiación.
- Finalmente, en el último capítulo, llevaremos a cabo el análisis de dos empresas pertenecientes al MAB, analizando cuál ha sido su evolución a través de este mercado y el papel que ha tenido este en estas dos empresas.

CAPÍTULO 2: IMPORTANCIA DE LAS PYME EN ESPAÑA

2.1. CONCEPTO E INTRODUCCIÓN

Las pyme (pequeñas y medianas empresas) son entidades que desarrollan una actividad económica independientemente de su forma jurídica. Estas empresas presentan una serie de características que hacen que tengan la denominación de pyme. Estas características son las expuestas en la tabla 1.

Tabla 1: Características pyme.

Categoría de empresa	Efectivos	Volumen de negocio	Balance general
Mediana	<250	<= 50 millones EUR	<= 43 millones EUR
Pequeña	<50	<= 10 millones EUR	<= 10 millones EUR
Micro	<10	<= 2 millones EUR	<= 2 millones EUR

Fuente: Dirección General de Industria y de la pequeña y mediana empresa.

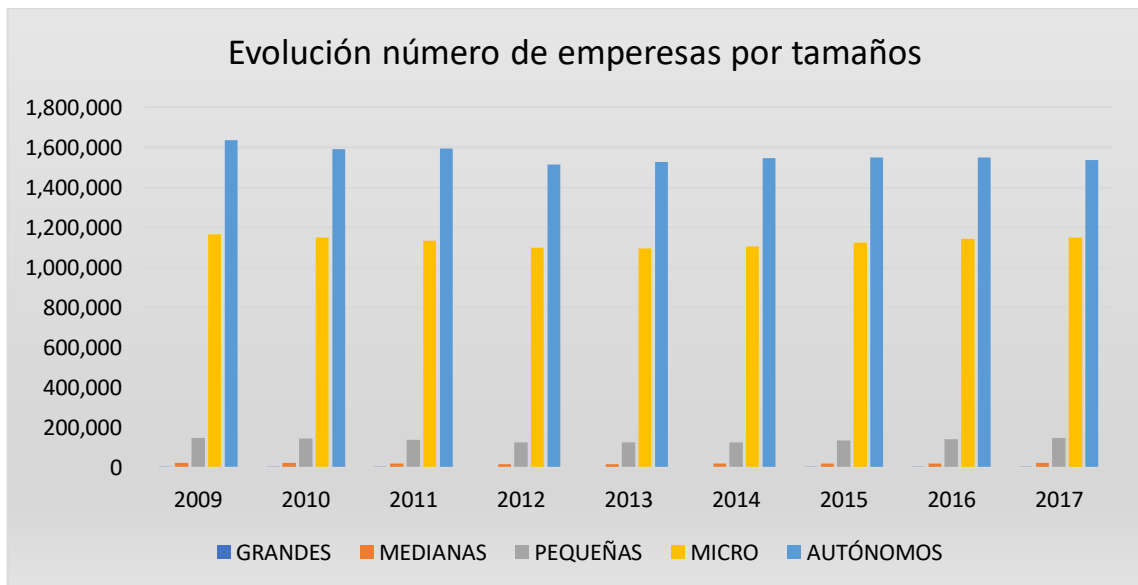
Gracias a las características expuestas en la tabla 1 podemos concretar el concepto de pyme. Así, consideraremos a una empresa como pyme si el número de empleados con los que cuenta es inferior a 250 trabajadores, si su volumen de negocio es igual o inferior a 50 millones de euros y si su balance general es igual o inferior a 43 millones de euros. Es importante saber que una empresa debe cumplir simultáneamente los requisitos de número de empleados y, volumen de negocio o balance general para tener la consideración de pyme. A su vez, tal y como se refleja en la tabla superior, el concepto de pyme engloba tres tipos diferentes de empresas en función de las magnitudes aludidas. Estos tres tipos de empresas son micro, pequeña y mediana empresa. Las medianas empresas se caracterizan por tener un número de empleados entre 50 y 250 trabajadores, un volumen de negocio entre los 10 y 50 millones de euros y, un balance general situación entre 10 y 43 millones de euros. En segundo lugar, una mediana empresa se caracteriza por tener contratados entre 10 y 50 trabajadores, por un volumen de negocio situado entre los 2 y 10 millones de euros y, finalmente, un balance general de entre 2 y 10 millones de euros. Por último, las características de una microempresa son tener contratados a un máximo de 10

trabajadores y, presentar un volumen de negocio y un bance general inferior a los 2 millones de euros.

La clasificación de pyme se realiza a nivel europeo con el objetivo de que todas las empresas según sus necesidades, determinadas por su tamaño, reciban el mismo tipo de ayudas y estén sometidas a unas mismas cargas regulatorias. A nivel estatal, esta definición de pyme es también muy importante debido a que existen programas que facilitan el crecimiento empresarial de estas empresas debido a las dificultades con las que se pueden encontrar en cuanto a financiación se refiere, además de ser empresas más vulnerables a fuertes cambios en nuestra economía. El efecto de tener la consideración de uno u otro tipo de empresa en función del tamaño es muy importante ya que como veremos en el gráfico 1, existen fuertes diferencias en el número de empresas según su tamaño y esto tiene una explicación.

El tejido empresarial español se compone principalmente por una gran cantidad de pymes y un número reducido de grandes empresas. Las grandes empresas únicamente representan alrededor del 0,17% del número total de empresas de nuestro país lo que constituye una grave debilidad de nuestro tejido empresarial.

Gráfico 1: evolución del tejido empresarial español (2009-2017).



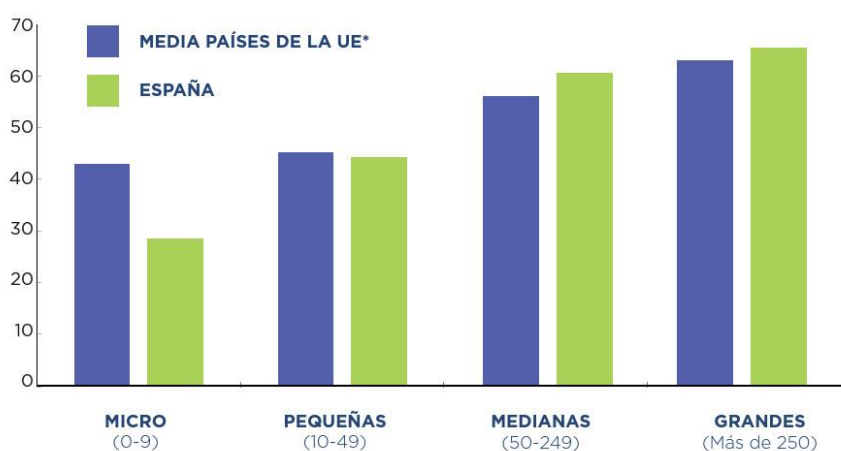
Fuente: elaboración propia con datos del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.

Tal y como se observa en el gráfico 1, las empresas predominantes en España son las de menor tamaño, siendo escasas las grandes o medianas

empresas. Este hecho supone un grave problema en nuestra economía en cuanto a términos de PIB se refiere, pues se requiere de un mínimo de tamaño que permita a las empresas incrementar su productividad y competitividad, tal y como vamos a ver a través de los gráficos 2 y 3.

El hecho de que en España el número de empresas grandes sea tan reducido se podría llegar a explicar por la existencia de barreras al crecimiento como pueden ser una excesiva regulación, rigideces del mercado laboral o dificultades de acceso a financiación. Además, de estas barreras del entorno otros motivos de la actual configuración del tejido empresarial español se pueden deber a políticas seguidas por las propias empresas como el no realizar inversiones en formación e innovación, lo cual no les permite alcanzar el crecimiento empresarial deseado. En el caso de mejorar estos factores se podría llegar a reducir la brecha en el PIB per cápita respecto a otros países de la Unión Europea (UE).

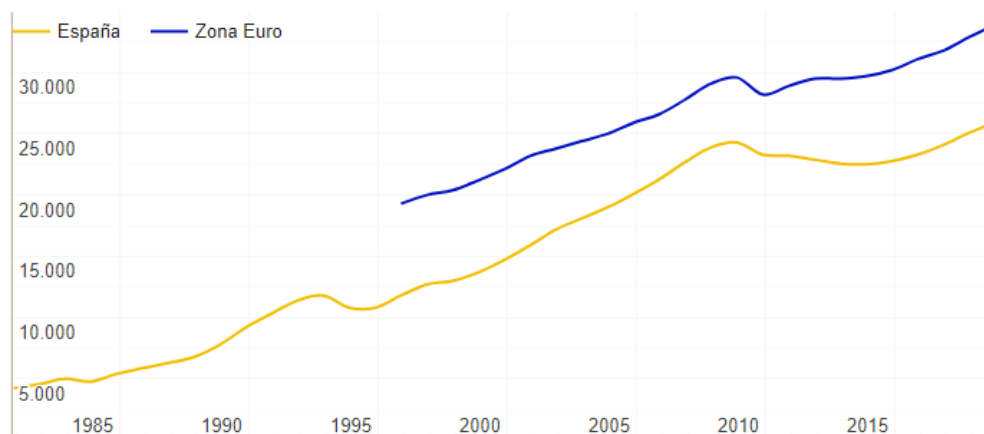
Gráfico 2: productividad comparada por tamaño de empresa. VAB por empleado en miles de euros (2017).



Fuente: Eurostat (2018).

Si observamos el gráfico 2, vemos que en España la productividad de las empresas grandes y medianas es superior a la media de países de la Unión Europea. Sin embargo, el PIB en España se sitúa por debajo de la media europea (gráfico 3).

Gráfico 3: comparación de la evolución PIB per cápita en euros, de Zona Euro vs España (1985-2018).



Fuente: Datos macro, Expansión (2018).

Si observamos el gráfico 3, vemos que el PIB per cápita en España siempre se ha situado por debajo de la media de los países de la UE. Esta brecha podría disminuir si en España existiesen un mayor número de empresas de mayor tamaño, dado que la productividad de estas es superior respecto a la media europea, tal y como hemos comentado.

Por otra parte, y a pesar de la necesidad de un mayor número de empresas de mayor tamaño es importante resaltar el crucial papel que desempeñan las pyme en nuestra economía, pues son las responsables de la generación de la mayor parte del empleo de nuestro país, aproximadamente el 80%, además representan el 65% del PIB español. Esta importancia tan alta de las pymes se explica por la gran cantidad de empresas que existen, como ya hemos comentado, y es que 9 de cada 10 empresas son pyme. En el siguiente punto, analizaremos con más detenimiento esta importancia de las pyme.

A lo largo de este trabajo fin de grado nos vamos a centrar en las dificultades de acceso a financiación que han tenido las pymes y cómo a través de una mejora de estas alternativas las empresas podrían llegar a alcanzar economías de escala.

2.2. CONTEXTO HISTÓRICO:

A continuación, vamos a realizar un estudio de las pyme, desde el año 1986, año en el que España pasa a formar parte de la Unión Europea, hasta el año 2018, año natural más reciente. Analizaremos el papel que

han desempeñado en nuestra economía a lo largo de estos años, así como cómo ha ido variando el tejido empresarial español en función del tamaño de sus diferentes empresas.

Para ello, estructuraremos este estudio en tres etapas. En la primera etapa se estudiarán los años predecesores a la crisis económica del 2008, en la segunda etapa estudiaremos el estallido de la crisis y sus principales consecuencias, para finalmente, en la última etapa, estudiar la recuperación de la economía española.

2.2.1. AÑOS PREDECESORES A LA CRISIS ECONÓMICA ESPAÑOLA (1986-2007):

2.2.1.1. Contextualización política y económica:

La economía española a lo largo de su historia ha experimentado una gran cantidad de cambios. Con la entrada de España en Unión Europea se produce una apertura de la economía, además se llevan a cabo políticas gubernamentales que facilitan la negociación con otros países. Estos hechos provocan un aumento de las inversiones lo cual derivó en una modernización de la estructura económica española.

Desde la entrada de España en la Unión Europea en el año 1986, su estructura económica y social se ha modernizado convirtiéndose en una de las economías con mayor renta per cápita del mundo. Esta modernización de la economía ha provocado que la estructura productiva lo haya hecho también, pasando de ser una estructura sustentada por el sector agrario e industrial a convertirse o transformarse en una proveedora de servicios. En la actualidad la contribución al PIB por parte del sector servicios es del 66 % aproximadamente, mientras que el sector agrario e industrial lo hacen en un 18 % aproximadamente.

Sin embargo, no es hasta el año 1999, coincidiendo con la entrada de España en la Unión Económica Europea (UEE), cuando se produce una verdadera liberalización de la economía, debido a una fuerte y mayor reducción de las barreras de negociación con otros países principalmente. Además, durante los años posteriores a la entrada a la Unión Económica Europea, en España se llevaron a cabo políticas orientadas hacia una economía más especulativa, las cuales fueron una de las causas de la crisis económica del 2008. Es importante señalar también que, durante estos años, los bancos estadounidenses comenzaron a ofrecer financiación a un tipo de interés muy bajo, hecho

que se extendió a otros países como España. El hecho de poder obtener financiación a un tipo de interés bajo derivó en la concesión de hipotecas sin ningún tipo de limitación, superando estas el valor de los inmuebles hipotecados, en contra de las recomendaciones realizadas por el Banco de España, que recomendaba que el valor del crédito hipotecario concedido no debía ser superior al 80 % del valor del inmueble. Los bancos concesores de estos créditos los titulizaron y vendieron a fondos de cobertura de riesgo. Estos fondos que eran administrados por bancos inversores se dedicaban a la especulación en los mercados financieros sin ningún tipo de control. Ante esta situación tan favorable para obtener financiación en España, se produjo un aumento de la inversión lo cual conllevó un incremento del PIB. Sin embargo, este aumento tan fuerte de la inversión hizo que la financiación interna no fuese suficiente para llevar a cabo estas inversiones, por lo que se tuvo que recurrir a la financiación procedente de otros países. Este ahorro externo fue destinado a realizar inversiones no productivas lo cual provocó el estallido de la conocida “burbuja inmobiliaria”.

Tabla 2: Consumo, inversión, ahorro y disponibilidad (1999-2006).

	1999	2002	2004	2006
Consumo / PIB	76,5 %	75,1 %	75,1 %	74,6 %
Inversión / PIB	25,4 %	26,9 %	28,8 %	31,3 %
Ahorro/ PIB	22,9 %	23,8%	24 %	23,6 %
Necesidad de financiación / PIB	-1,6 %	-2,6 %	-4,7%	-8,2 %

Fuente: elaboración propia con datos del INE (2008).

La tabla 2 muestra lo explicado anteriormente. Tal y como podemos observar en la última fila de la tabla todos los datos presentan signo negativo lo cual indica falta de disponibilidad de recursos propios para

hacer frente a las inversiones planteadas. El saldo negativo indica que los recursos disponibles no eran suficientes para llevar a cabo las inversiones correspondientes a los años que se muestran en la tabla, y es por ello, por lo que en España durante estos años se tuvo que hacer uso de la financiación extranjera. Tal y como podemos observar las necesidades de financiación aumentan a medida que aumentan los años, alcanzando su cota más alta en el año 2007, donde la financiación externa alcanzó los 101,4 mil millones de euros, lo que supone un 9,4 % del PIB (Fernández Donato, 2016).

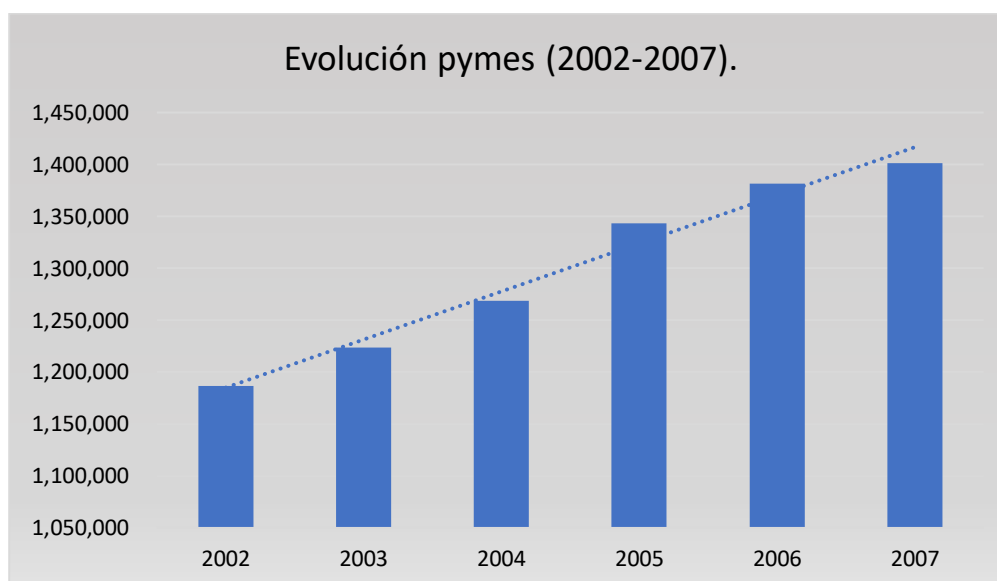
2.2.1.2. Análisis empresarial:

Durante estos años de auge económico la financiación de las pyme procede básicamente de los bancos. Sin embargo, esta financiación no fue controlada por parte de las empresas debido a las facilidades de acceso que existían. De esta manera en el año 2008 el endeudamiento bancario representaba un 87% del PIB español, 370 puntos básicos por encima de la media europea. El sector que mayor endeudamiento bancario presentaba era el de la construcción e inmobiliario, con una tasa interanual media de casi el 28% frente al 12% del resto de sectores (Montañez, et al., 2012).

Los años anteriores a la crisis son años de crecimiento económico, lo que se traduce en un aumento del número de empresas y de empleo, además de otras variables como pueden ser el PIB. Para llevar a cabo este análisis empresarial, se toma el año 2002 como punto de partida ya que es el primero sobre el que hay datos referidos a la evolución de las pyme en España.

Respecto al número de empresas, el crecimiento fue muy importante, alcanzando el número de 1.405.938 empresas en el año 2007, frente a las 1.190.467 que existían en el año 2002. Es decir, en tan solo 5 años el número de estas había aumentado un 18% siendo las pyme las más abundantes, esto se observa a través del gráfico 4.

Gráfico 4: evolución número de pymes (2002-2007).

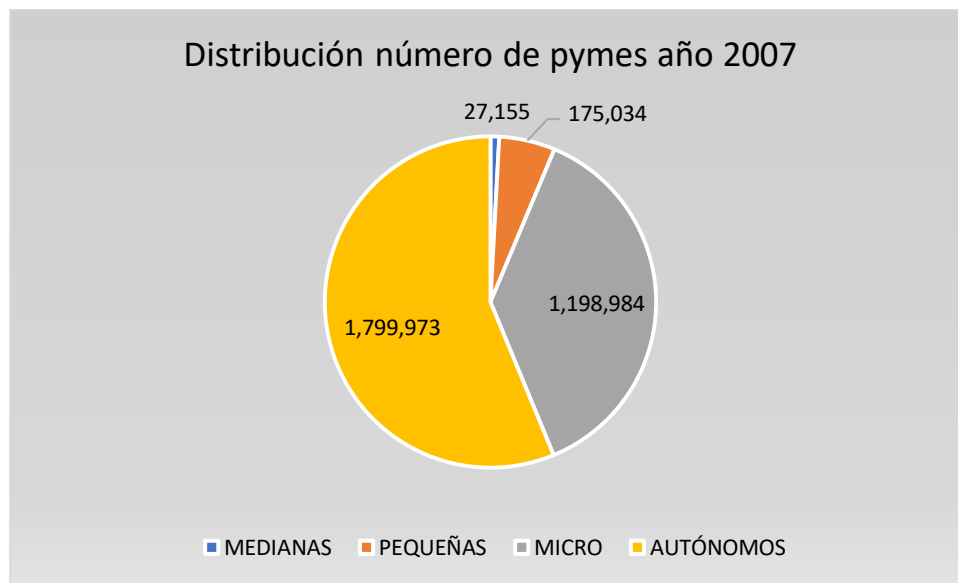


Fuente: elaboración propia según datos del Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social.

Este gráfico refuerza lo comentado, ya que como se puede observar la línea de tendencia, que muestra la evolución del número de pymes antes de la crisis, es claramente ascendente. La etapa comprendida entre los años 2004 y 2006 es cuando se produce el mayor aumento en el número de empresas, siendo este de 113.562 empresas en tan sólo dos años. El tipo de empresa según su tamaño con mayor crecimiento fue el de autónomos que representaban aproximadamente el 50% de este aumento.

Si llevamos a cabo un estudio más exhaustivo de las pyme podemos ver (gráfico 5) que a medida que el tamaño de estas disminuye, mayor es el número de las mismas.

Gráfico 5: distribución pymes según su tamaño (2007).

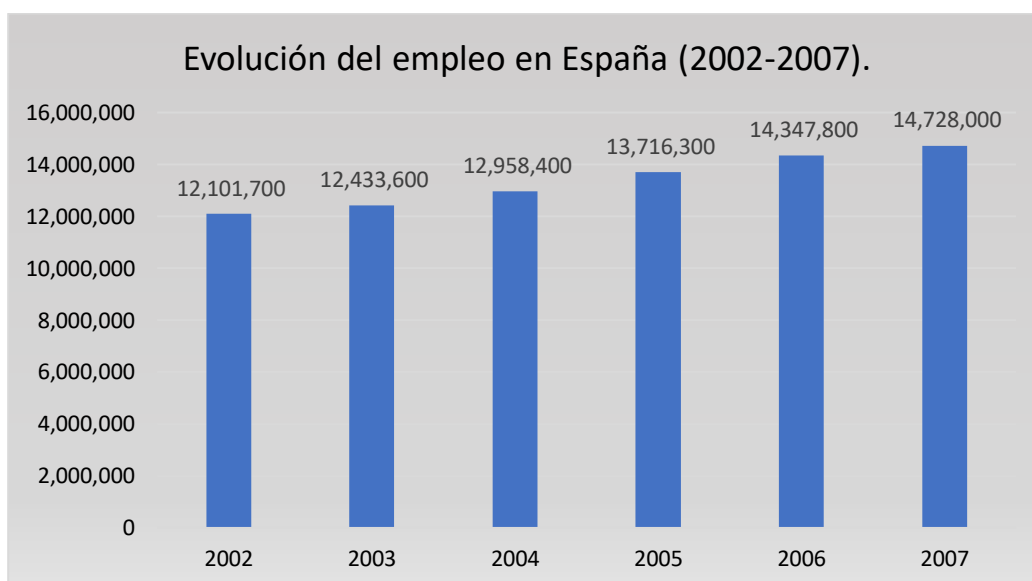


Fuente: elaboración propia según datos de Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social (2007).

Por ejemplo, tal y como se expone en el gráfico 5, el tipo de pyme mayoritaria eran los autónomos, a los cuales les seguían las microempresas con un total de 1.198.984. Pero lo sorprendente de este análisis lo encontramos en la gran diferencia que existe con respecto al siguiente nivel, medianas empresas, ya que su número es claramente inferior al de las microempresas. El motivo de esto, ya se explicó a través del análisis del gráfico 1.

Por otra parte, en lo que se refiere al empleo, también sufrió un fuerte aumento pasando de 12.101.700 empleados en el año 2002 a 14.728.000 empleados en el año 2007, alcanzando así cifras históricas. Esto se puede observar más claramente en el gráfico 6.

Gráfico 6: evolución del empleo (2002-2007).



Fuente: elaboración propia según datos del Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social.

En este caso, a medida que el tamaño empresarial es mayor, mayor es el empleo generado como es lógico. De esta manera, si observamos la tabla 3, vemos que el empleo medio generado por empresa, es mayor a medida que el tamaño empresarial aumenta.

Tabla 3: empleo medio generado según tamaño empresarial (2007).

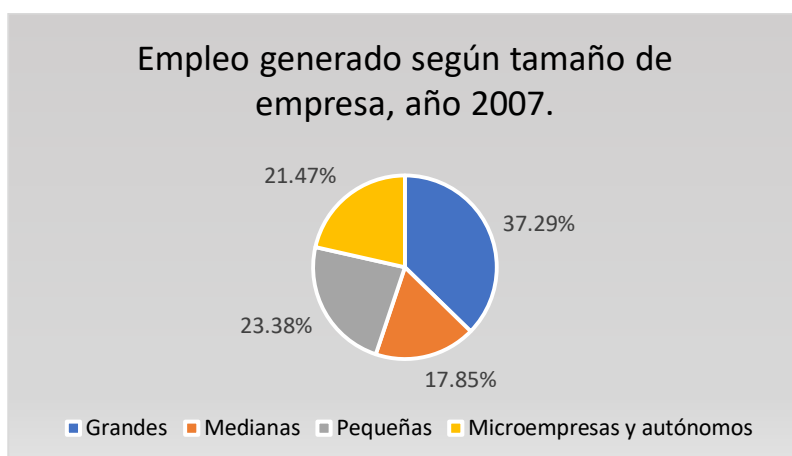
GRANDES	MEDIANAS	PEQUEÑAS	MICROEMPRESAS Y AUTÓNOMOS
3.091	202	15	5

Fuente: elaboración propia según datos del Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social (2007).

De esta forma, podemos ver la gran diferencia que existe entre el empleo generado por las grandes empresas y las de menor tamaño.

Además, el hecho de que en España el número de pequeñas empresas sea tan superior respecto a las medianas, hace que el empleo generado por estas últimas se mayor (gráfico 7). De ahí la necesidad de mejorar la configuración de nuestro tejido empresarial.

Gráfico 7: empleo generado según tamaño de empresa (2007).



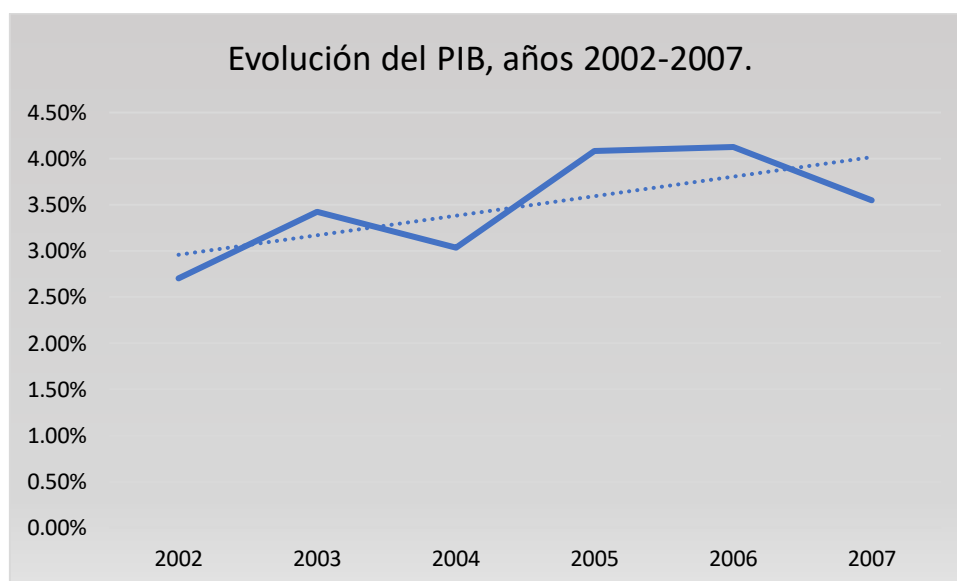
Fuente: elaboración propia según datos del Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social (2007).

De esta forma las grandes empresas en el año 2007 generaban aproximadamente el 37% del empleo de nuestro país, mientras que empresas de menor tamaño como las microempresas y autónomos generaban un 22% aproximadamente de manera conjunta. Todo esto se observa de una forma más gráfica en el siguiente gráfico.

Venimos comentando que a menor tamaño de empresa menor es el empleo generado, esto se expone en la tabla 3. Si bien podemos pensar que esto no ocurre ya que vemos que el porcentaje de medianas empresas es el menor en nuestro gráfico. La razón es que en este análisis se ha tomado el empleo generado por microempresas y autónomos de forma conjunta, de manera que si lo hubiesemos hecho por separado este porcentaje sería menor al de las medianas.

En lo que se refiere al PIB es en el tercer trimestre del año 2006 cuando alcanza su máximo, situándose en un 4,2254%. A partir de este año el PIB aunque se mantiene alto empieza a descender lo que informa de la fuerte recesión en la que iba a entrar España tras un largo periodo de crecimiento. Esto lo podemos ver de una forma más clara en el gráfico 8.

Gráfico 8: evolución del PIB en España (2002-2007).



Fuente: elaboración propia según datos del INE (2008).

Tal y como venimos comentando, los años analizados en el gráfico 8 son de crecimiento económico lo cual se puede observar a través de la línea de tendencia del PIB la cual es claramente positiva. A partir del año 2006 el PIB empieza a disminuir, avicinando la crisis que iba a atravesar España durante los años venideros.

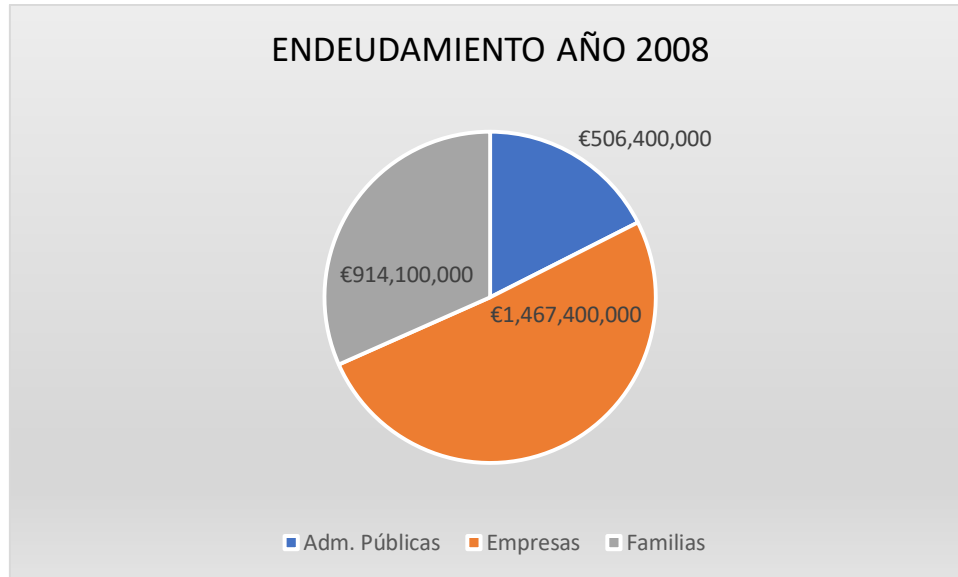
2.2.2. CRISIS ECONÓMICA ESPAÑOLA (2008-2011):

2.2.2.1. Contextualización política y económica:

La crisis acaecida en el año 2008 en España se explica a través de los bajos tipos de interés ofrecidos por los bancos estadounidenses, los cuales se extendieron a diferentes países como España. Además, se explica también por la subida de los precios de las viviendas debido al comportamiento especulativo que se dio en España desde aproximadamente el año 1999. Esta bajada de los tipos de interés provocó el pinchazo de la burbuja inmobiliaria originada en España, si bien es cierto, aunque no se hubiese producido esta crisis internacional la crisis española también se hubiese dado, debido a las inversiones inmobiliarias que se venían haciendo. Pese a que los primeros indicios de que España había entrado en crisis aparecieron a finales del año 2007, España no reconoció encontrarse en esta situación hasta el año siguiente momento en el que se evidenció un descenso de las ventas en el sector

inmobiliario y una disminución muy notable en la concesión de crédito bancario.

Gráfico 9: endeudamiento de España con otros países (2008).



Fuente: elaboración propia según cuentas financieras Banco de España (2008).

El gráfico 9 muestra el endeudamiento total de España con el resto de los países del mundo. Este endeudamiento era de 2.887 millones de euros, el cual procedía mayoritariamente de empresas privadas (64,16 % sobre el total), en segundo lugar, de familias (31,66 % sobre el total) y, finalmente, de las administraciones públicas (4,18 % sobre el total).

Ante esta grave crisis, el gobierno español se vio obligado a tomar una serie de medidas con el objetivo de paliar esta grave situación. Los bancos fueron uno de los más perjudicados debido a la imposibilidad de recuperar el crédito prestado a terceros, motivo por el que se tomaron diferentes medidas para proteger a estas entidades. Por ejemplo, recibieron una inyección económica por parte de diferentes países de la eurozona, también se aumentó el Fondo de Garantía de Depósitos. De esta manera los depósitos de dinero, valores u otros instrumentos financieros pasaban de estar garantizados por un límite de 20.000€ a los 100.000€. Por otra parte, el gobierno español llevó a cabo diferentes medidas que permitieran la recuperación económica como por ejemplo se produjo un aumento del IVA con el objetivo de solucionar el déficit nacional. Otra importante medida es el conocido Plan "E", una serie de reformas fiscales que no lograron alcanzar el resultado buscado. A parte de las diferentes medidas adoptadas se tomaron otras que tampoco

permitieron alcanzar los objetivos que se perseguían. Es por ello, que en el año 2011 el Banco Central Europeo compra la deuda pública española, a cambio España se compromete a instaurar una serie de medidas con el objetivo de reducir el déficit público a un 0,4 % como máximo en el año 2020. Algunas de las medidas impuestas por el Banco Central Europeo fueron una fuerte subida de impuestos y un recorte del gasto público.

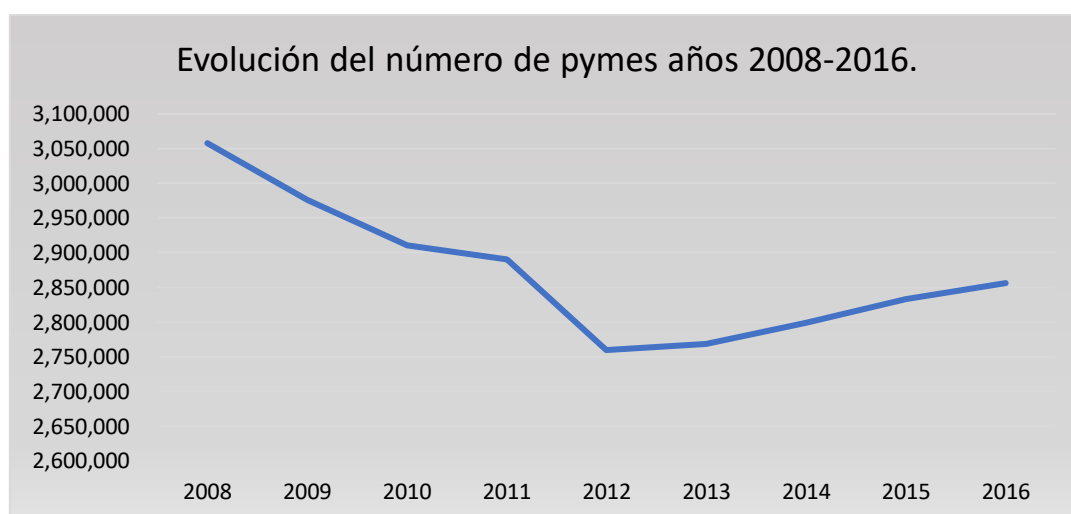
2.2.2.2. Análisis empresarial:

Con el estallido de la crisis económica del año 2008 se produce una restricción a la concesión de financiación por parte de los bancos como ya hemos comentado. Ante esta situación España entra en una situación de recesión económica lo cual provoca un desapalancamiento por parte de las empresas, es decir, no son capaces de soportar la financiación bancaria u otro tipo de deuda contraída durante los años de expansión económica.

Las pymes fueron las empresas más afectadas por esta crisis debido a su tamaño. En términos de financiación, las pyme se vieron obligadas a sustituir la fuentes de financiación tradicionales por fondos propios, tal y como veremos en el capítulo 3.

El estallido de la burbuja inmobiliaria en España provocó fuertes cambios que afectaron al número de pymes, así como al empleo generado por las mismas.

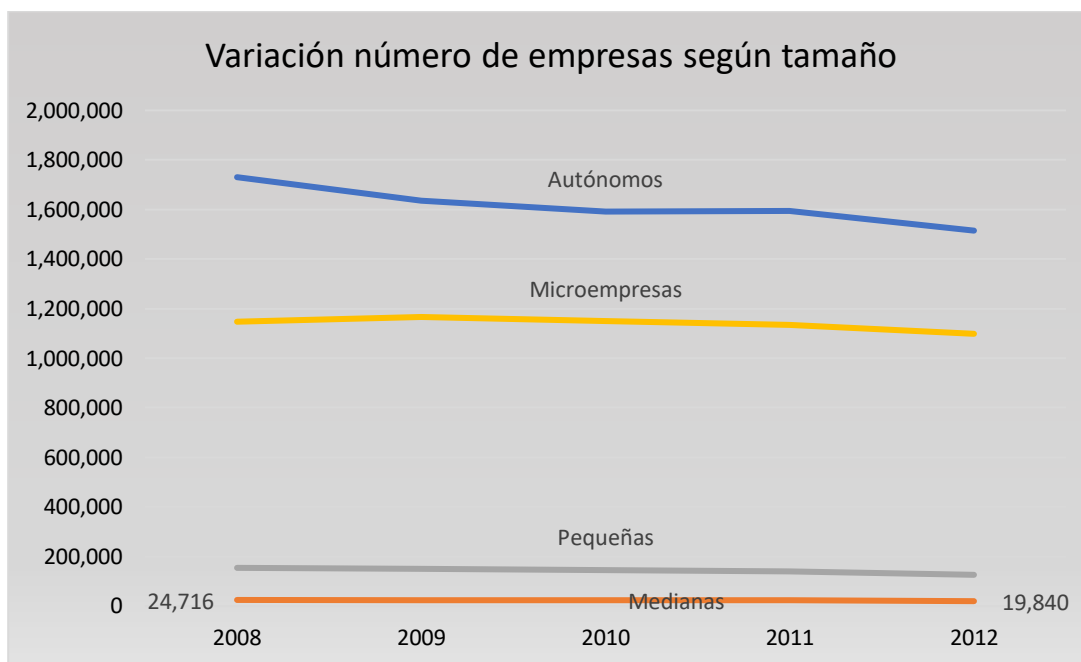
Gráfico 10: evolución número de pymes (2008-2016).



Fuente: elaboración propia según estadísticas Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social.

El gráfico superior nos permite observar el impacto que tuvo la crisis económica originada en España en el año 2008. Tal y como se puede observar con el estallido de la crisis el número de pymes disminuye hasta el año 2012, pasando de 2.975.680 empresas en el año 2008 a 2.759.413 empresas en el 2012. Llevando a cabo un estudio más exhaustivo de la disminución experimentada por las pyme podemos observar lo siguiente.

Gráfico 11: evolución número de empresas según su tamaño (2008-2012).



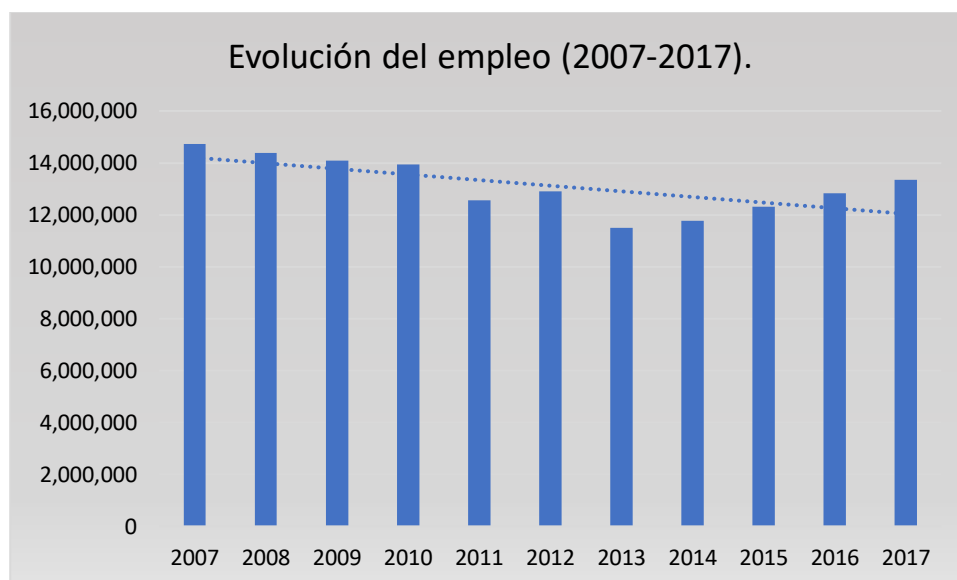
Fuente: elaboración propia según datos de Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social.

Si observamos el gráfico 11, vemos que son el número de autónomos los que más disminuyen, a los cuales les siguen las microempresas. Esto indica que son las empresas de menor tamaño las más sensibles a momentos de recesión tal y como ya comentamos. Además, podemos observar que a lo largo de los años el tejido empresarial permanece invariable ya que todo tipo de empresa experimenta los mismos cambios proporcionalmente.

Continuando con el análisis del gráfico 11, podemos ver que partir de los años siguientes al 2012 el número de empresas vuelve a crecer tal y como veremos en el siguiente punto. Además, como es normal este descenso en el número de empresas tuvo consecuencias en la generación de empleo, así como en la contribución al PIB.

En cuanto al empleo, la caída fue tan importante que se alcanzaron niveles de desempleo nunca vistos en la historia de España. Esta caída del empleo la vamos a analizar gráficamente a continuación.

Gráfico 12: evolución del empleo (2007-2017).

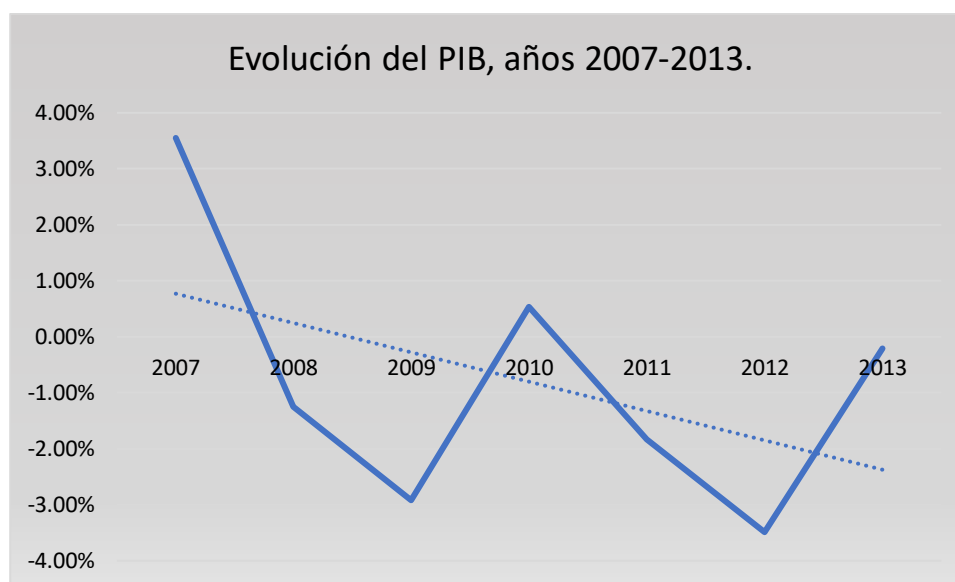


Fuente: elaboración propia según datos del Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social.

España pasó de tener 14.728.000 empleados en el año 2007 a alcanzar su mínimo histórico en el año 2013 con un mínimo de 11.510.606 empleados. Se pueden distinguir claramente dos etapas: una de caída y otra de crecimiento. La primera etapa comprende desde el año 2007, momento en el que el empleo alcanza cifras históricas, hasta el año 2013 donde los efectos de la crisis siguen teniendo consecuencias en nuestra economía. La segunda etapa comprende desde el año 2013, momento en el que el empleo presenta tasas de crecimiento positivas durante todos los años hasta el año 2017. Además, a través de la línea de tendencia del gráfico 12 podemos ver que, aunque el empleo ha aumentado, en el año 2017 todavía no se habían recuperado los niveles alcanzados antes de la crisis, siendo el número de desempleados de 3.217.394 respecto a ese año 2007. Tal y como ocurría antes de la crisis y como hemos analizado este empleo como es lógico era mayoritariamente creado por las empresas de mayor tamaño, si bien durante este periodo la contribución al empleo por las empresas de mayor tamaño era relativamente mayor debido al fuerte impacto experimentado por las empresas de un tamaño menor.

Respecto al PIB, tal y como es lógico también experimentó una fuerte caída debido a la disminución del número de empresas y trabajadores.

Gráfico 13: evolución del PIB (2007-2013).



Fuente: elaboración propia según datos del INE (2014).

Si observamos el gráfico 13, vemos que durante el año 2007 y hasta finales del 2008 el PIB es positivo a consecuencia de la etapa de auge económico de la que venía la economía española. Sin embargo, desde ese mismo año 2007 el PIB experimenta una fuerte caída hasta el año 2009 alcanzando los menos 4,2627 puntos porcentuales en el segundo trimestre del año 2009. Posteriormente el PIB experimenta un movimiento de subida y caída, llegando a presentar un signo positivo en el año 2010. Sin embargo, solo se trata de un hecho puntual ya que en el último trimestre del año 2012 el PIB llegaría a presentar su mínimo histórico con menos 3,4889 puntos porcentuales.

2.2.3. RECUPERACIÓN ECONÓMICA (2012-2017):

2.2.3.1. Contextualización política y económica:

Desde el año 2012 los efectos negativos de la crisis empezaron a cambiar hacia un periodo de recuperación económica, tal y como observamos en los gráficos 12 y 13. Durante esta etapa de crecimiento económico las entidades bancarias gracias a actuaciones gubernamentales han experimentado una reestructuración y recapitalización de sus cuentas. Una de las causas del estallido de la crisis

fue el elevado nivel de deuda pública que presentaba España, pues bien, este ahora ha disminuido, aunque sigue presentando niveles muy altos.

Por otra parte, el sector de la construcción que fue el más perjudicado por la crisis del 2008 ha experimentado una mejora sin embargo sigue sin acercarse a los niveles que presentaba antes de producirse la etapa de expansión previa a la crisis.

A consecuencia de esta grave situación se impulsaron una serie de medidas que buscaban la recuperación económica del país. Estas medidas llevadas a cabo por el gobierno español adoptaban las reformas internacionales a nuestro sistema financiero desarrollando, además, reformas específicas a nuestro país.

Estas reformas estaban encaminadas a mejorar la situación bancaria, llevan a cabo inyecciones de liquidez sobre las entidades financieras permitiendo así la reestructuración de este sector tan perjudicado con la crisis. Por ejemplo, en el año 2008 se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF) el cual tenía como objetivo dotar de liquidez a las entidades bancarias para de esta manera poder financiar a empresas y particulares. Este fondo fue una medida de carácter temporal que permitió dotar de liquidez hasta a 54 entidades de crédito por un total de 19 mil millones de euros. Por otra parte, el Fondo de Garantía de Depósitos aumentó el importe de los depósitos garantizados pasando de 20.000 € a 100.000€.

Más tarde, en el año 2009 se lleva a cabo otra medida mediante la creación del Fondo de Reestructuración de Ordenación Bancaria cuyo objetivo era la reestructuración de entidades de crédito, así como el refuerzo de los recursos propios de entidades que se encontraban en procesos de integración. Estas dos medidas estaban encaminadas a fortalecer las entidades financieras tan perjudicadas con el estallido de la crisis.

2.2.3.2. Análisis empresarial:

Tal y como venimos comentando la crisis económica del 2008 provocó que los bancos redujesen la concesión de crédito que venían dando hasta el momento. Sin embargo, no sólo se produjo una reducción del volumen de financiación bancaria, sino que el precio de esta aumentó siendo este encarecimiento mayor en las empresas de menor tamaño. Prueba de este aumento de la brecha en el precio de la financiación bancaria es que en antes de la crisis la diferencia era del 1% entre las

grandes empresas y las pyme, mientras que entre el año 2009 y 2013 esta diferencia llegó a situarse en los 12,5 puntos porcentuales (Montañez et al., 2012).

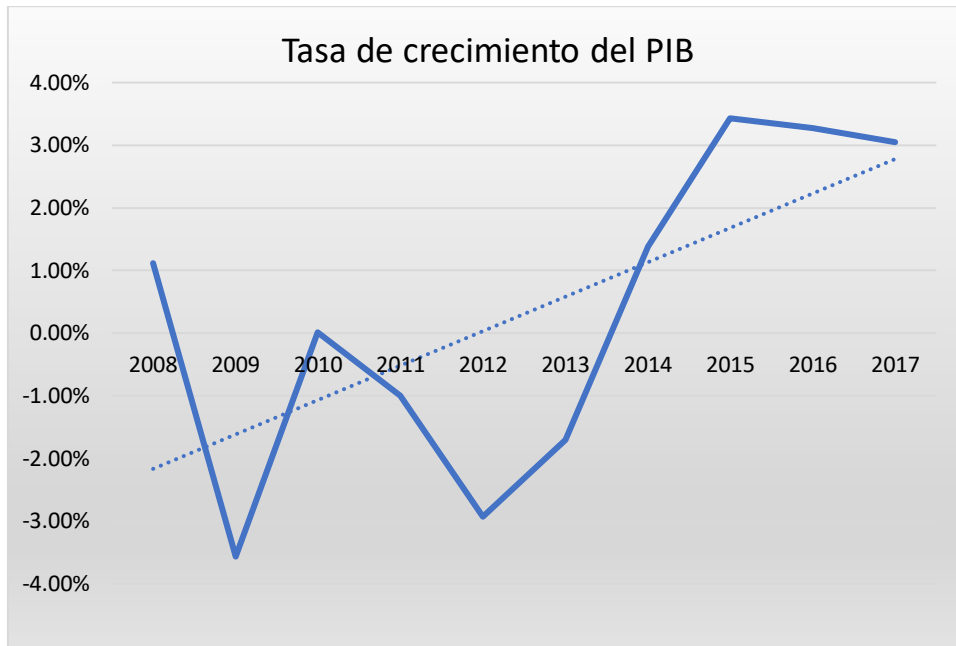
Muchas empresas se vieron afectadas con la llegada de la crisis económica española, prueba de ello es el gráfico 1 donde se mostraba la evolución en el número de empresas desde unos años antes a la crisis hasta el año 2018.

Según datos del Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social el tejido empresarial español se mantuvo similar al de años anteriores, es decir, las empresas predominantes eran las microempresas con y sin asalariados (autónomos), si bien es cierto que el número de empresas aumentó a causa de una mejora económica debido de reformas adoptadas por el gobierno.

Según datos del Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social el número de empleados también cae hasta el año 2012 alcanzando su punto más bajo de la historia, situándose la tasa de desempleo en un 26%. Es a partir de este año, cuando España empieza a mostrar los primeros indicios de recuperación económica, lo cual se traduce en un incremento del número de empresas y un aumento de empleados. En España el tipo de empresa predominante son las microempresas con y sin empleados, las cuales vienen representando en torno al 40 % y 50 % del tejido empresarial español. En España el número de empleados se encuentra en constante crecimiento desde el año 2013 al igual que lo hacen el número de empresas. Como ya hemos comentado, son las microempresas las mayoritarias del tejido empresarial de nuestro país, sin embargo, no son las que mayor empleo generan ni mayor contribución realizan al PIB tal y como veremos más adelante, es por ello por lo que consideramos a las pequeñas y medianas empresas como las verdaderas impulsoras del crecimiento económico en España debido a su tamaño y, por tanto, en su contribución al empleo y PIB del país.

Para analizar con más detalle la recuperación de la economía española se muestra el siguiente gráfico donde se detalla la evolución de la tasa de crecimiento del PIB entre los años 2008 y 2017, considerando este un buen indicador de recuperación económica.

Gráfico 14: evolución de la tasa de crecimiento del PIB en España (2008-2017).



Fuente: elaboración propia según datos del INE (2018).

El producto interior bruto es un indicador macroeconómico que nos permite medir los bienes y servicios finales producidos por un país. De una forma más clara, nos permite conocer cuál es la riqueza de un país.

Así, tal y como se puede observar España sí ha experimentado una mejora en su economía en términos de PIB ya que la tendencia de este ha sido positiva. Es entre el año 2008 y 2009 cuando se produce la mayor caída del PIB, coincidiendo con el inicio de la crisis, exactamente de -3,57 puntos porcentuales. En los siguientes años, hasta el año 2013 se producen oscilaciones de subida y bajada. Sin embargo, no es hasta el año 2013 cuando se produce el verdadero impulso de recuperación económica, ya que es a partir de este año en los que verdaderamente aumenta el producto interior bruto, alcanzando su punto más álgido en el año 2015 llegando a obtener un PIB cercano a los de los años anteriores a la crisis.

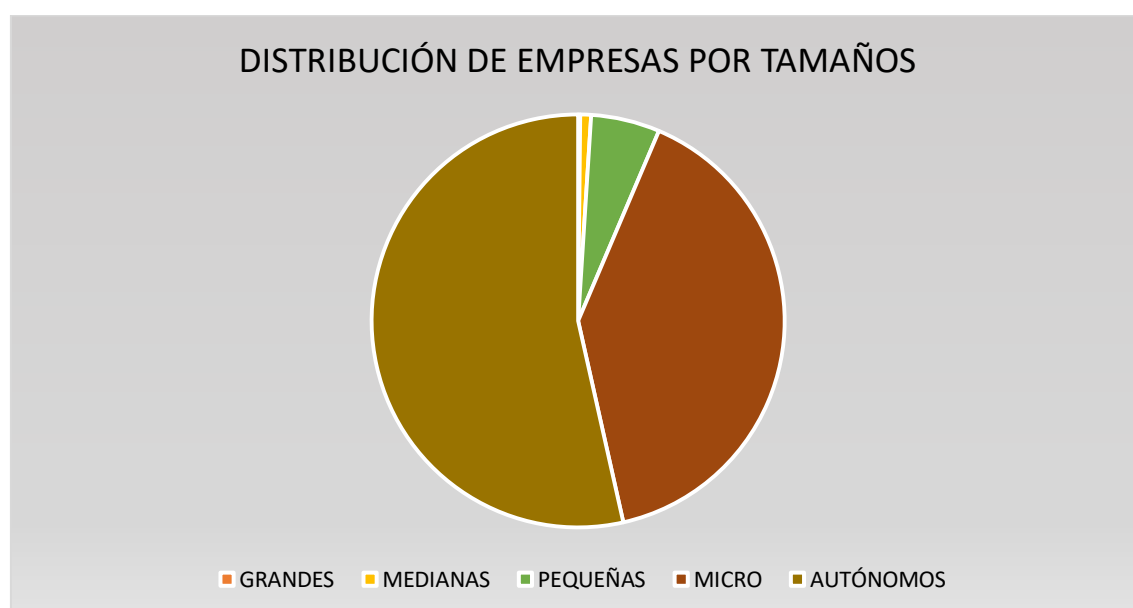
En los años posteriores el PIB ha seguido aumentando, sin embargo, lo ha hecho a un ritmo más lento del que lo venía haciendo. Además, en este último año la tasa de variación del PIB ha sido la más baja registrada desde el año 2014.

Esta mejora de la economía española provoca que la concesión de crédito bancario mejore también, de esta manera la diferencia en el precio del crédito bancario entre las grandes empresas y las pyme vuelve a situarse por debajo del 1% tal y como ya hiciese antes del estallido de la crisis. Además, desde finales del año 2013 operaciones de financiación por importe inferior al millón de euros empiezan a presentar tasas de crecimiento positivas. Mientras que las operaciones de financiación por importe superior al millón de euros no lo hacen hasta el año 2015 (Bolsas y Mercados españoles).

2.3. SITUACIÓN ACTUAL DEL TEJIDO EMPRESARIAL ESPAÑOL:

Según el Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social (2018) el número de empresas inscritas en la Seguridad Social a 31 de diciembre de 2018 es de 2.896.900 empresas.

Gráfico 15: distribución de empresas por tamaños (2018).



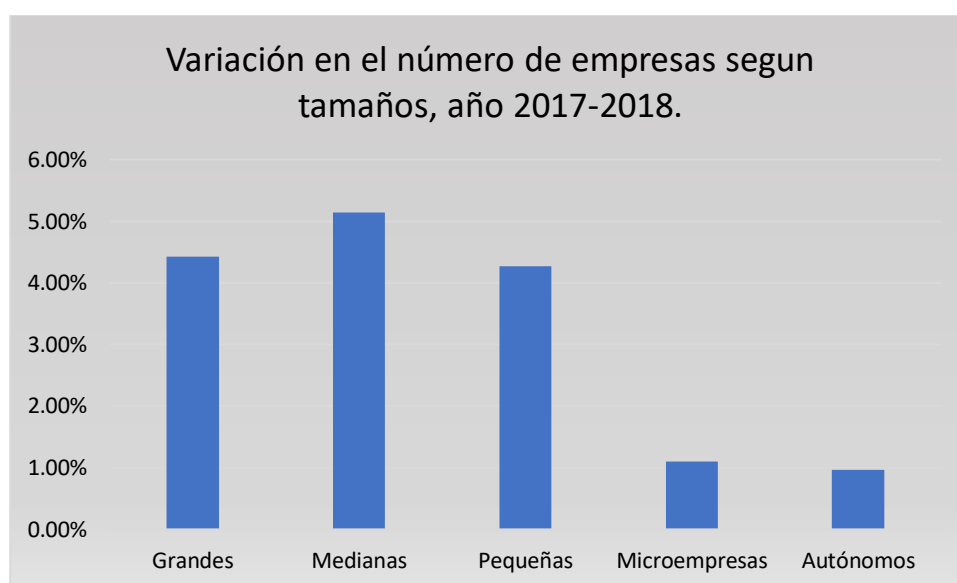
Fuente: elaboración propia según datos del Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social (2018).

A través del gráfico 15 observamos que más del 99% de las empresas de nuestro país son pyme, lo que nos informa de la importancia de estas en el funcionamiento de nuestra economía. Si realizamos un estudio más exhaustivo de estas empresas podemos ver que la mayor parte de estas son pyme sin asalariados (autónomos) y microempresas, representando un 53,51% y un 40,08% respectivamente.

La variación en el número de empresas respecto al año 2017 ha sido muy sensible, pues se ha pasado de 2.868.886 empresas en el año 2017 a 2.896.900 empresas en el año siguiente, lo cual supone un aumento del 1% aproximadamente.

Para llevar a cabo un estudio más exhaustivo del incremento de las empresas según sus tamaños, adjuntamos el gráfico 16.

Gráfico 16: variación en el número de empresas según tamaños (2017-2018).



Fuente: elaboración propia según datos del Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social (2018).

Observando el gráfico 16 vemos que son las grandes, medianas y pequeñas empresas la que mayor crecimiento relativo experimentan. Esto es muy importante para nuestra economía, ya que como ya comentamos son las empresas de mayor tamaño las que mayor contribución realizan a nuestra economía.

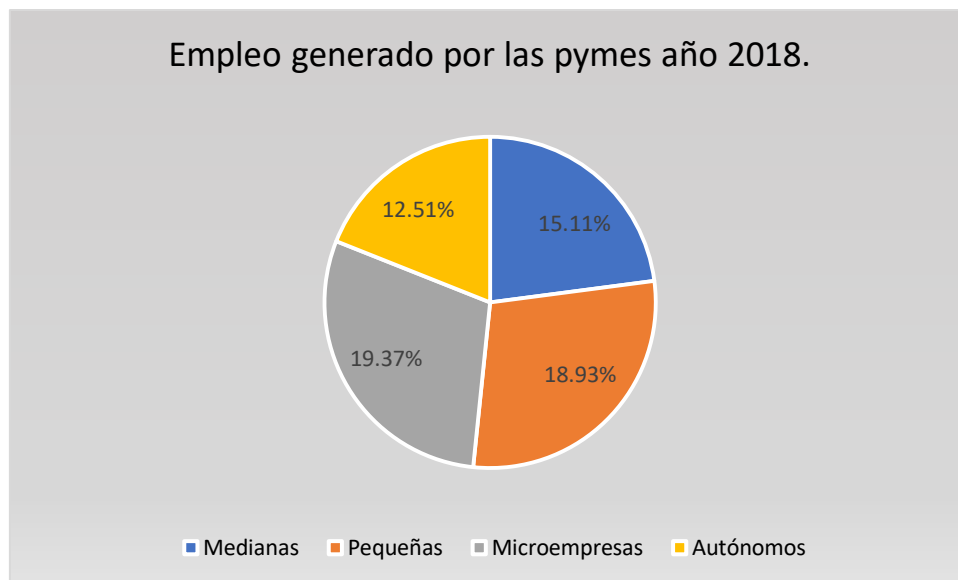
Una vez hemos estudiado cuál es el número de empresas según los diferentes tipos que hay por tamaños, vamos a estudiar cuál es la contribución al PIB de cada una de estas, así como el empleo generado por ellas.

En primer lugar, hay que señalar que el crecimiento del PIB en este último año es positivo situándose en un 2,5%, crecimiento inferior al 3% que se venía experimentando en los últimos años.

Según datos del Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social la contribución al PIB de las diferentes empresas según su tamaño aumenta a medida que aumentan el número de empleados en cada una de ellas, es decir, a pesar de que las microempresas con y sin asalariados son las más abundantes su contribución al PIB es menor que el de las pequeñas, medianas y grandes empresas.

Por otro lado, en lo que se refiere al empleo y según datos del Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social son las Pymes las responsables de la creación de más de un 60% del empleo total, mientras que las grandes empresas son las responsables del resto.

Gráfico 17: empleo generado por las pymes (2018).



Fuente: elaboración propia según datos de la Dirección General de Industria y de la pequeña y mediana empresa (2018).

A través del gráfico 17 vemos que las pequeñas y microempresas son las que mayor empleo generan por delante de las medianas empresas, a pesar de estas tener un mayor tamaño. Este hecho se explica debido a la gran diferencia entre el número de empresas de cada tipo.

CAPÍTULO 3: FINANCIACIÓN DE LAS PYME

3.1. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES ANTES DE LA CRISIS

Durante los años predecesores a la crisis del 2008 la financiación de las pymes era mayoritariamente bancaria. Esta forma de obtener financiación se debía a las condiciones tan favorables ofrecidas por los bancos, y a las dificultades de acceso a mercados regulados.

El motivo de que las condiciones de financiación bancaria fuesen tan favorables se debían, en primer lugar, a las políticas seguidas por las entidades financieras. Estas basaban su crecimiento en la concesión de crédito a las empresas, sin embargo, a la hora de valorar el riesgo de estas operaciones no lo hacían de forma adecuada. De esta manera, las primas de riesgo que se venían aplicando a estas operaciones de financiación eran muy bajas (gráfico 18). A través del gráfico adjunto, vemos también, que con el estallido de la crisis la prima de riesgo aumenta radicalmente debido al impacto que tuvo esta en nuestra economía.

Gráfico 18: evolución prima de riesgo frente a Alemania (2002-2018).



Fuente: Datos macro, Expansión (2018).

Además, otra de las causas de una financiación bancaria tan favorable era la alta liquidez existente en los mercados mayoristas o institucionales, los cuales permitían a los bancos financiar su actividad.

El proceso que permitía a los bancos convertir en líquidos una cartera de préstamos a largo plazo se conoce como proceso de titulación. En este contexto, estas emisiones de deuda dirigidas a instituciones pasaron de representar el 7% del pasivo de la banca mediana española en el año 2001, a representar un 40% en el 2007.

Por tanto, estas condiciones tan favorables para obtener financiación provocaron que las pymes aumentaran sus inversiones, sin embargo, este crecimiento empresarial no era adecuado debido a una elevada tasa de endeudamiento.

Tabla 4: evolución del porcentaje de endeudamiento sobre el país (1996-2007).

% del PIB	Endeudamiento (a)			
	1996	2000	2004	2007
Zona del euro	57	74	78	88
Alemania	50	65	62	63
Francia	68	80	87	98
Italia	52	56	62	74
España	43	50	84	112
Holanda	85	103	95	93
Bélgica	83	129	149	154
Austria	60	77	77	78
Irlanda			100	114
Portugal	59	90	103	118
Grecia	31	42	47	56
Finlandia	74	98	96	100
Eslovenia			60	83
PRO MEMORIA:				
Estados Unidos	55	66	65	76
Reino Unido	58	77	92	109

Fuente: Bolsas y Mercados españoles (2018).

Si observamos la tabla 4, vemos que España es uno de los países donde más aumenta el porcentaje de endeudamiento sobre el PIB del país. Mientras que en la zona euro el endeudamiento sobre el PIB crece aproximadamente un 54% entre los años 1996 y 2007, en España lo hace en un 160%, alcanzando en este último año, un endeudamiento del 112% sobre el PIB del país. De esta manera, España es el cuarto país de la zona euro con mayor endeudamiento sobre el PIB, por detrás de Bélgica (154%), Portugal (118%) e Irlanda (114%).

Además de la ya mencionada bajada de la prima de riesgo de las operaciones de financiación (gráfico 18), se redujeron las diferencias del

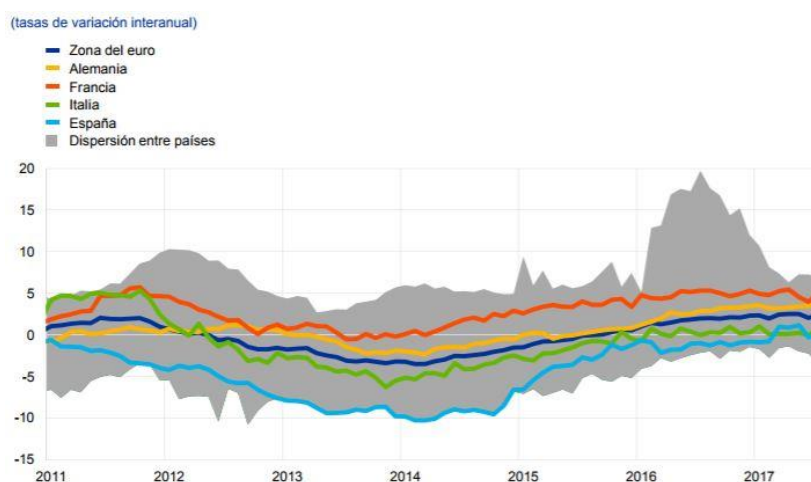
coste de la financiación bancaria entre las grandes empresas y las pymes (se analiza más adelante, a través del gráfico 20).

Es importante saber que esta práctica no es correcta, ya que el riesgo que se asume al financiar a una gran empresa y a una pyme no es el mismo. Uno de los motivos por los que el riesgo de financiar a las pymes es mayor se debe a que existen mayores dificultades de acceso a información financiera de estas. Por ejemplo, tradicionalmente las pymes no han pertenecido a ningún mercado, los cuales aportan transparencia informativa. Esto nos ayudará a entender las dificultades de financiación con las que se encontraron a partir del año 2008.

Estas prácticas seguidas por los bancos, como ya hemos comentado, eran insostenibles, lo cual hace que en el año 2008 estalle una crisis económica mundial. Además, en España hay que sumar el efecto de las inversiones especulativas que se venían haciendo durante los últimos años, tal y como ya comentamos anteriormente (capítulo 2).

3.2. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES A PARTIR DEL AÑO 2008

Gráfico 19: tasa de variación interanual de operaciones de financiación bancaria concedidas a empresas (2011-2017).



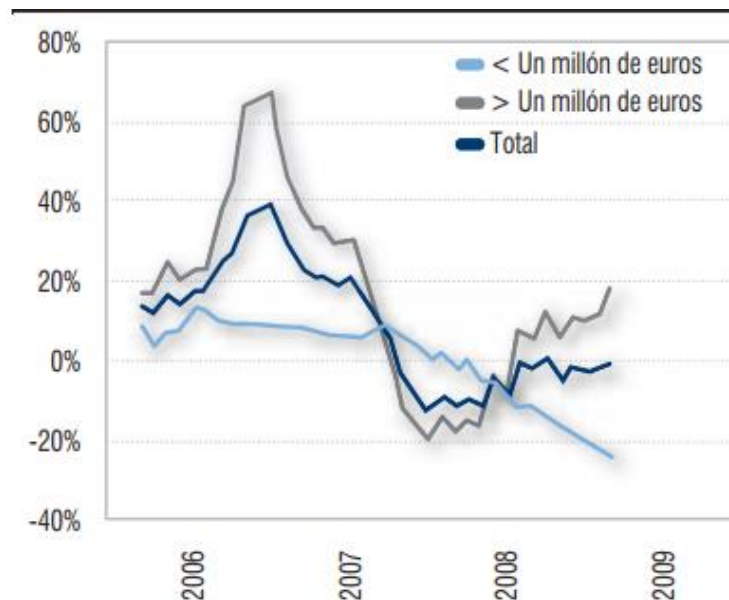
Fuente: Blog Bankinter (2018).

Tal y como se observa en el gráfico 19, la financiación bancaria de los países analizados presenta una tendencia negativa hasta el año 2014 y 2015, a consecuencia de la crisis mundial acontecida en el año 2008. Se puede ver que, en el caso de España, la financiación bancaria a

empresas cae con mayor fuerza que en el resto de los países, lo cual indica el grave impacto que tuvo esta crisis en nuestro país. A consecuencia de ello, las empresas se vieron obligadas a buscar nuevas fuentes de financiación.

Con el estallido de la crisis, se produce una fuerte restricción a la concesión de financiación bancaria debido a la falta de liquidez por parte de los bancos. Esta falta de liquidez se debe al cierre de los mercados mayoristas a consecuencia de la caída de Lehman Brothers. Ante esta situación de falta de liquidez por parte los bancos, se llevan a cabo una serie de medidas que permitan mejorar esa situación. Por ejemplo, intervienen los bancos centrales y gobiernos de los países. Los bancos centrales aportan liquidez a los bancos, mediante el depósito de las titulaciones que ya no se podían canalizar a través de los mercados mayoristas. Los gobiernos, por su parte, intervienen con líneas de avales. Tras estas actuaciones, la situación de los bancos, volviendo a conceder financiación gradualmente, sin embargo, el acceso a este tipo de financiación es limitado.

Gráfico 20: tasa de variación interanual de operaciones de financiación bancaria en España (2006-2009).



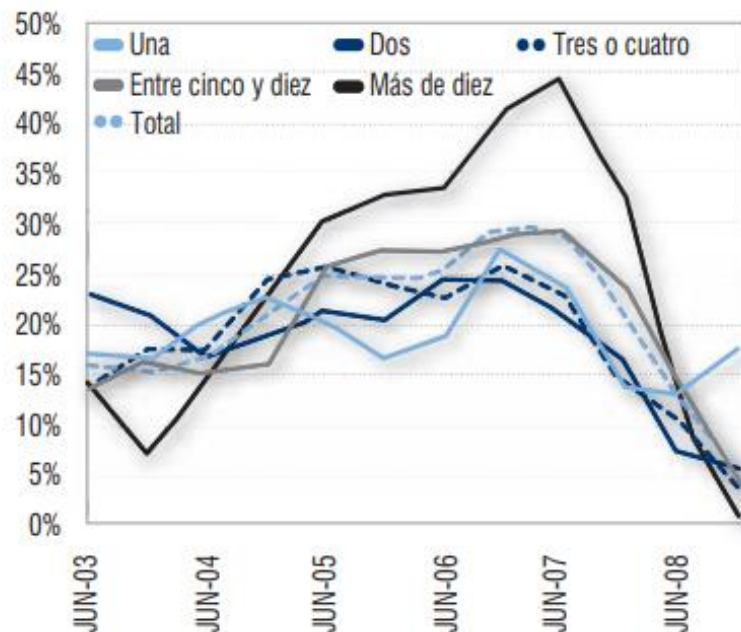
Fuente: Bolsas y Mercados españoles (2010).

Si observamos el gráfico 20, la línea azul claro hace referencia a las empresas de menor tamaño debido a su importe, mientras que la gris hace referencia a la financiación captada por las grandes empresas. Por

tanto, podemos ver que la captación de fondos por parte de las grandes empresas a partir del año 2008 crece, mientras que las que se refieren a las pymes siguen experimentando una fuerte caída. El hecho de que la financiación bancaria en estos años se destine a las empresas de mayor tamaño, se explica porque ahora sí que se tienen en cuenta el tamaño de las empresas a la hora de valorar el riesgo.

Además, dentro de las dificultades de acceso a financiación por parte de las pymes, no todas se han visto perjudicadas de igual manera. Entre los años 2000 y 2008 muchas empresas captaban financiación de diferentes entidades bancarias, combinando aquellas que les ofrecían mejores condiciones para cada una de sus inversiones. El hecho de captar financiación de diferentes entidades hace que el control informativo sobre las empresas sea menor, aumentando el riesgo de financiación.

Gráfico 21: tasa de variación interanual de operaciones de financiación bancaria según el número de relaciones bancarias (2003-2008).



Fuente: Bolsas y Mercados españoles (2010).

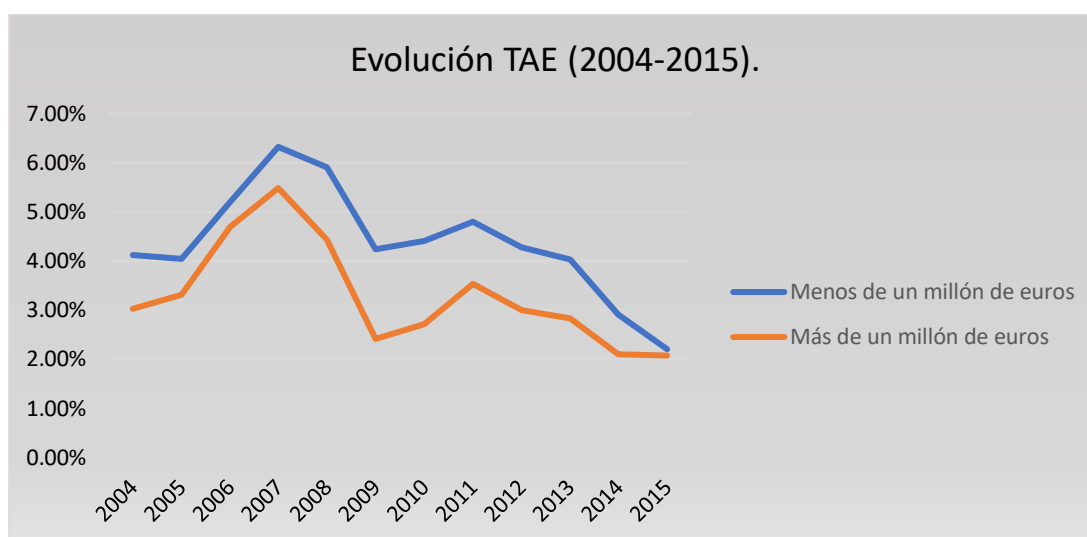
Tal y como hemos comentado, el hecho de que la financiación bancaria proviniese de numerosas entidades perjudicó a las pymes con el estallido de la crisis. De esta manera aquellas empresas cuya financiación provenía de más de 10 entidades ven como las dificultades de captación de fondos aumentan fuertemente desde finales del 2007. A medida que el número de entidades disminuye, las empresas tienen

más facilidades para la captación de fondos. De tal forma, empresas pequeñas que trabajan con una única entidad, ven como su capacidad de acceso a la financiación bancaria aumenta en el año 2008.

Estas dificultades de acceso a la financiación bancaria se explican por la incertidumbre que existía en ese momento, además de por la inestabilidad que presentan las empresas de reducido tamaño con proyectos empresariales poco consolidados. Las características de las empresas de menor tamaño hacen que su probabilidad de supervivencia a periodos recesivos sea baja y, por tanto, los bancos no estén dispuestos a concederles financiación ante la posibilidad de que no sea devuelto el crédito concedido.

De esta manera, se produce un encarecimiento de la deuda hacia las pymes llegándose a situar en un 12,5% de diferencia respecto a la financiación que obtenían las grandes empresas por parte de los bancos.

Gráfico 22: evolución TAE (2004-2015).



Fuente: elaboración propia según datos del Instituto de Estadística de Cataluña (2016).

A través del gráfico 22, vemos cómo en el año 2009 la brecha entre el coste de la financiación que reciben las empresas grandes y las pymes es muy elevada. Este hecho ya ha sido explicado con anterioridad, y se debe principalmente a las características que presentan este tipo de empresas.

Sin embargo, las condiciones de acceso a esta financiación han mejorado en los últimos años gracias a políticas monetarias expansivas

llevadas a cabo por el Banco Central Europeo. En la actualidad, existe mayor facilidad de acceso que la que existía con el estallido de la crisis. Tanto es así, que la diferencia entre el precio de la financiación bancaria entre grandes empresas y pymes vuelve a situarse por debajo del 1% tal y como ya hizo antes de la crisis del 2008 (gráfico 22).

Tabla 5: evolución del tipo de interés TEDR de nuevas operaciones de crédito según el volumen de financiación (2014-2018).

	Créditos hasta 250 mil euros	Créditos entre 250 mil y 1 millón de euros	Créditos de más de 1 millón de euros
2014	4,18%	2,79%	1,99%
2015	3,26%	2,05%	1,96%
2016	2,64%	1,79%	1,60%
2017	2,33%	1,68%	1,51%
2018	2,05%	1,50%	1,53%

Fuente: elaboración propia según datos del Banco de España (2018).

Esta mejora en las condiciones de financiación se observa a través de la tabla 5, en la que podemos ver que los tipos de interés caen independientemente del volumen de financiación. Además, vemos que a mayor volumen de financiación el tipo de interés bancario es menor, lo cual evidencia lo comentado de que las empresas grandes obtienen financiación a un mejor precio debido a sus características ya comentadas. Por otra parte, vemos que las diferencias de los tipos de interés entre los distintos volúmenes disminuyen con el paso de los años, situándose por debajo del 1% estas diferencias, al igual que ocurría antes del año 2008, como ya comentamos.

Sin embargo, después de la crisis vivida, es importante que las empresas busquen un equilibrio entre su financiación propia y ajena, no depositando la mayor parte de su financiación en el crédito bancario. De esta manera, las pymes han reducido la financiación bancaria, de tal forma que en el año 2018 únicamente el 34,2% de las pyme solicitó este

tipo de financiación, frente al 76% del año 2009. Además, una prueba de que este tipo de financiación ha mejorado es que alrededor del 86% de solicitudes son aceptadas en las condiciones deseadas. Mientras que únicamente un 3,1% de las pymes que solicitaron financiación bancaria no la obtuvieron.

Tabla 6: solicitudes y acceso a la financiación de las pymes (2018).

Tamaño de la empresa				
	Micro	Pequeñas	Medianas	Sig.
Solicitud de financiación				
Sí, la empresa ha solicitado financiación (%)	28,9	37,1	41,5	
No, porque la empresa no está invirtiendo y no la necesita (%)	39,9	34,3	26,2	***
No, porque la empresa se está autofinanciando y no la necesita (%)	30,8	27,3	32,3	
No, porque pese a necesitarla la empresa teme no obtenerla (%)	0,4	1,3	-	
Acceso a la financiación				
Se les concede financiación en mejores condiciones que en años anteriores (%)	41,8	54,2	63,0	
Se la han concedido con las mismas condiciones que en años anteriores (%)	44,8	35,3	27,8	
Se la han concedido aunque las condiciones se han endurecido (%)	10,4	7,5	5,6	*
Se la han concedido pero la empresa no la ha aceptado porque las condiciones se han endurecido (%)	0,7	0,5	-	
Está en trámite (%)	2,2	1,5	-	
No le han concedido la financiación (%)	-	1,0%	3,7	

Fuente: Fundación para el Análisis Estratégico y Desarrollo de la Pequeña y Mediana Empresa (2018).

Por otra parte, si llevamos a cabo un estudio más exhaustivo de la financiación bancaria por parte de las pymes, vemos que son las medianas empresas las que mayor solicitud de financiación realizan, esto se debe a que son las que mayores inversiones están realizando en el periodo analizado. Además, se debe también, a que son las que mejores condiciones de financiación presentan, frente a las microempresas que han visto cómo sus condiciones de financiación se han endurecido.

Dado que la estructura del tejido empresarial español ha permanecido prácticamente invariable durante los últimos años, tal y como pudimos observar en el gráfico 11, se deben buscar otras alternativas de financiación por parte las pyme.

En este contexto de reducido tamaño empresarial y dificultad de acceso a la financiación bancaria por parte de las pyme, surge el Mercado Alternativo Bursátil. Tradicionalmente, el único mercado de renta variable que existía en España era la Bolsa, pero el acceso a la

misma por parte de las empresas de reducido tamaño era muy difícil, debido a las diferentes características y requisitos impuestos por este mercado. Con la aparición del MAB se abre una nueva alternativa de financiación para las pyme, dado que es un mercado que se ajusta a las características de estas. Además, se trata de una gran oportunidad para ellas, dado que permite la captación de financiación vía recursos propios, una fuente prácticamente inutilizada a lo largo de su historia, más allá de las aportaciones a capital reglamentarias. El hecho de poder financiar su actividad vía recursos propios hace que el crecimiento de las empresas sea más sostenible y sean menos sensibles a periodos de recesión.

Además del MAB, ha aparecido otro mercado como es el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF), también enfocado a este tipo de empresas de reducida dimensión. El MARF es un mercado de renta fija enfocado a las pyme constituyendo una alternativa al AIAF que es el mercado de renta fija por excelencia y sobre el que existen mayores dificultades de acceso.

3.3 EL CAPITAL RIESGO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA LAS PYMES

Otra posible alternativa de financiación para las pymes es el capital riesgo, que permite al igual que el MAB la captación de fondos propios a las empresas de menor tamaño. Esta captación de recursos propios a través de entidades de capital riesgo es temporal, ya que el objetivo de estas entidades es financiar a empresas para impulsar su crecimiento. Las entidades de capital riesgo invierten en empresas con buenas perspectivas de crecimiento.

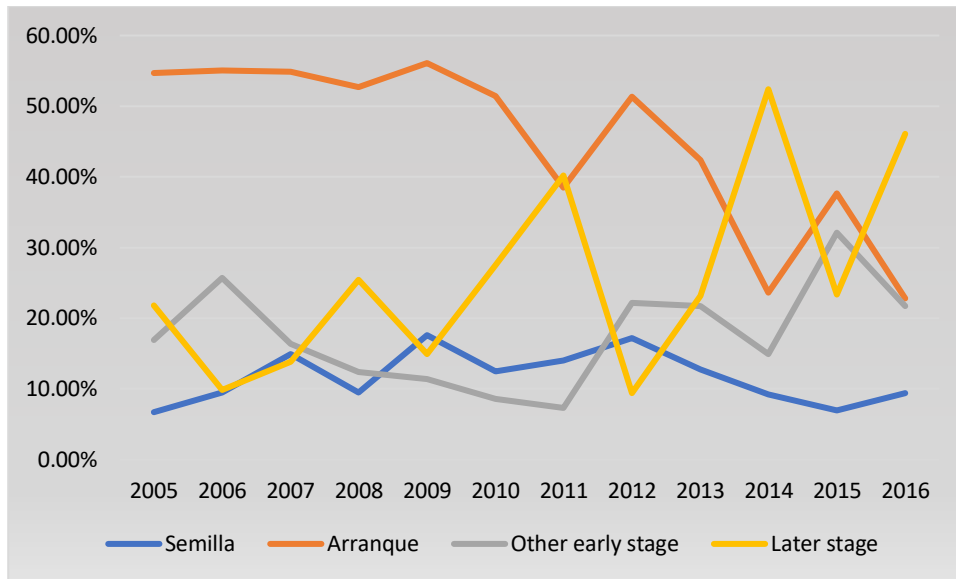
Tabla 7: volumen de inversión capital riesgo por sectores, importe millones de euros (2005-2016).

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Informática	7,1	27,2	54,8	83,8	43,0	125,8	124,8	67,4	91,6	207,4	413,5	282,8
Otros Electrónica	3,6	5,4	2,7	4,2	9,0	1,7	0,6	1,6	0,8	0,1	1,5	2,4
Prod. y Serv. Industriales	14,7	12,3	18,3	21,8	27,5	4,6	10,3	13,2	8,8	10,8	3,0	6,9
Productos de Consumo	15,8	8,3	8,7	19,8	18,0	5,4	2,1	3,5	2,9	7,3	11,5	17,1
Agricultura/Gana-dería/ Pesca	0,0	3,2	2,7	2,9	0,5	0,1	7,1	8,9	4,9	5,4	2,9	0,8
Energía/Recursos Naturales	4,1	32,3	30,0	41,7	5,1	7,1	2,4	15,5	3,3	4,1	7,7	22,6
Química/Plásticos	7,6	16,0	6,6	5,8	4,1	1,4	0,8	2,5	2,2	1,3	6,3	3,7
Construcción	3,1	5,5	2,2	1,9	1,9	2,8	1,7	2,0	1,3	0,3	0,5	0,2
Medicina/Salud	5,5	11,8	12,2	8,3	11,6	13,7	6,6	11,1	16,0	11,8	22,8	37,6
Hostelería/Ocio	12,0	18,8	13,2	5,0	16,6	33,5	15,7	7,0	11,9	2,7	12,9	8,6
Comunicaciones	29,7	40,5	3,7	10,6	8,2	6,2	26,2	12,5	5,2	11,6	1,4	1,2
Biotechol./Ing. Genética	5,1	17,0	27,0	22,9	19,1	18,6	23,4	22,7	18,6	14,3	23,7	21,1
Automatización Industrial	1,0	3,6	4,1	1,3	2,9	2,1	3,5	0,1	1,0	0,2	3,2	0,0
Servicios Financieros	0,7	0,5	1,9	2,8	3,2	0,1	3,3	0,6	7,6	0,1	31,4	1,6
Otros Servicios	26,1	12,6	15,8	7,8	10,8	16,3	29,5	10,6	1,3	3,7	1,4	2,2
Otros	2,0	2,6	4,7	0,8	1,2	0,4	1,3	0,3	0,0	0,0	0,0	3,0
Transporte	0,0	24,5	1,0	4,1	6,0	2,2	14,0	19,4	15,6	0,8	0,0	4,3
Otros Producción	2,3	1,9	0,4	1,3	0,1	3,0	1,5	0,0	0,0	1,1	1,2	0,4
Total	140,3	243,9	210,1	246,8	188,9	244,7	274,7	198,9	193,1	282,9	544,9	416,5

Fuente: Asociación española de capital, crecimiento e inversión (2016).

Observando la tabla 7, vemos que es el sector de la informática el que mayor crecimiento en la financiación obtenida a través de capital riesgo ha experimentado. La financiación de este sector ha pasado de 7,1 millón de euros en el año 2005 a 282,8 millones en el año 2016, lo que supone un crecimiento del 3.883%. Sin embargo, a pesar de que la inversión en empresas en crecimiento aumenta, son muchos los sectores que ven reducida su financiación. Esto demuestra lo comentado de que estas entidades buscan invertir en el capital de empresas con proyectos de crecimiento atractivos, siendo el sector de la informática muy atractivo debido a la evolución que ha experimentado nuestra sociedad.

Gráfico 23: porcentaje de volumen de inversiones en función de la fase de desarrollo de la empresa receptora, datos en millones de euros (2005-2016).



Fuente: elaboración propia según datos de la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (2017).

Para poder interpretar el gráfico 23 es necesario conocer las características principales de las empresas según su fase de desarrollo:

- En primer lugar, la fase de desarrollo “semilla” es característica de empresas que todavía no han iniciado la fase de producción masiva. Por tanto, se encuentran en una etapa de definición y diseño del producto, así como la realización de pruebas de prototipos.
- En segundo lugar, en la fase “arranque” se engloban a las start-up. Estas buscan financiación para emprender su actividad.
- La tercera fase es “other early stage” en las que ubicamos empresas en crecimiento, que ya han alcanzado una facturación considerable, pero que todavía no han alcanzado el equilibrio.
- Por último, la fase “later stage” engloba a empresas que debido a su desarrollo ya generan beneficios.

Una vez conocemos los tipos de empresa según su fase de desarrollo, nos disponemos a comentar el gráfico 23. Si observamos este gráfico, son las “later stage” las que mayor financiación reciben por encima del resto del tipo de empresas. Esto se debe, a que son empresas que ya han alcanzado un determinado crecimiento, lo cual indica que presentan proyectos atractivos, siendo menor el riesgo asumido por las entidades de capital riesgo al invertir en este tipo de sociedades. Podemos ver,

como hasta el año 2013, eran las empresas en fase de “arranque” las que mayor financiación recibían. Sin embargo, a partir de ese año se produce un cambio por parte de las entidades de capital riesgo, pasando a invertir la mayor parte de su capital en empresas en fase de desarrollo “later stage”. El hecho de que en ese año se cambien las políticas de inversión seguidas puede deberse a un mayor riesgo en invertir en este tipo de entidades debido a la inestabilidad económica de ese momento.

Las entidades de capital riesgo por la aportación realizada al capital de las empresas reciben participaciones en las mismas, a través de las cuales participan en los beneficios de las sociedades financiadas. Además, una vez alcanzada la madurez de inversión de la empresa participada, las entidades de capital riesgo desinvierten, gestionando la venta de sus participaciones a través de las cuales maximizan el capital invertido.

La financiación vía capital riesgo puede resultar interesante para las pyme, ya que no solo permite la captación de recursos, sino que aportan asesoramiento empresarial.

CAPÍTULO 4: MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

4.1. MERCADO FINANCIERO:

En primer lugar, debemos saber que un mercado financiero es el lugar donde se intercambian activos financieros, determinándose los precios de estos en función de los activos que se oferten y demanden. Además, estos son muy importantes ya que proporcionan liquidez a los mismos.

Los mercados financieros, según la fase de negociación en que se encuentren sus activos se pueden clasificar en primarios y secundarios. El mercado primario es el lugar donde las empresas emiten sus títulos por primera vez, por otro lado, el mercado secundario es donde negocian e intercambian los títulos las siguientes veces.

En España, la Bolsa es el mercado financiero de renta variable por excelencia, sin embargo, existen otros como el MAB (renta variable) o el AIAF (renta fija), siendo todos ellos supervisados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), a excepción del mercado de deuda pública que es supervisado por el Banco de España.

El motivo de llevar a cabo el estudio del MAB se debe a que todo mercado facilita la captación de fondos. La forma de captar fondos en un mercado es a través de ampliaciones de capital, sobre las cuales hablaremos más adelante. Como venimos comentando, la razón de estudiar el MAB, se debe a que nuestro estudio trata sobre la financiación de las pymes y el MAB es un mercado enfocado a estas.

4.2. CONTEXTO HISTÓRICO:

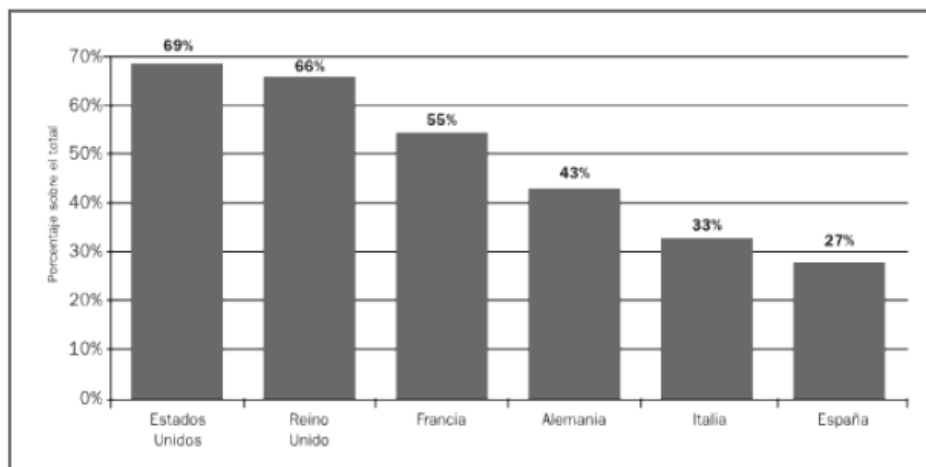
El 21 de febrero de 2006 surge el MAB, un mercado enfocado a pequeñas y medianas empresas las cuales presentan dificultades de acceso a otros mercados regulados como la Bolsa, si bien, no es hasta el año 2009 cuando empieza a cotizar la primera compañía.

El MAB es dirigido por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y está controlado al igual que el resto de los mercados financieros por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Tradicionalmente, la financiación de las pequeñas y medianas empresas ha provenído del crédito bancario, debido a la abundancia y facilidad de concesión de este, tanto es así, que el crédito bancario representaba un 80% de la financiación respecto a otras fuentes como pueden ser los mercados financieros.

El hecho de que la mayor parte de la financiación proviniese de las entidades bancarias tiene su explicación, y es que existía una oferta de crédito que parecía inagotable. Sin embargo, financiar la actividad de una empresa únicamente vía crédito es insostenible, tal y como hemos explicado en capítulos anteriores. Por tanto, surge la duda de por qué las empresas no han utilizado una fuente complementaria como pueden ser los mercados financieros, tal y como sí han hecho otros países. Según un estudio realizado por el Instituto de Estudios Bursátiles, la financiación vía mercado en España es inferior al 30%, mientras que, en otros países de la Unión Europea, como Alemania y Francia, es del 50% aproximadamente.

Gráfico 24: media de los años 2000 a 2010 del peso relativo de la financiación de mercado frente al crédito bancario.



Fuente: Instituto de estudios bursátiles (2014).

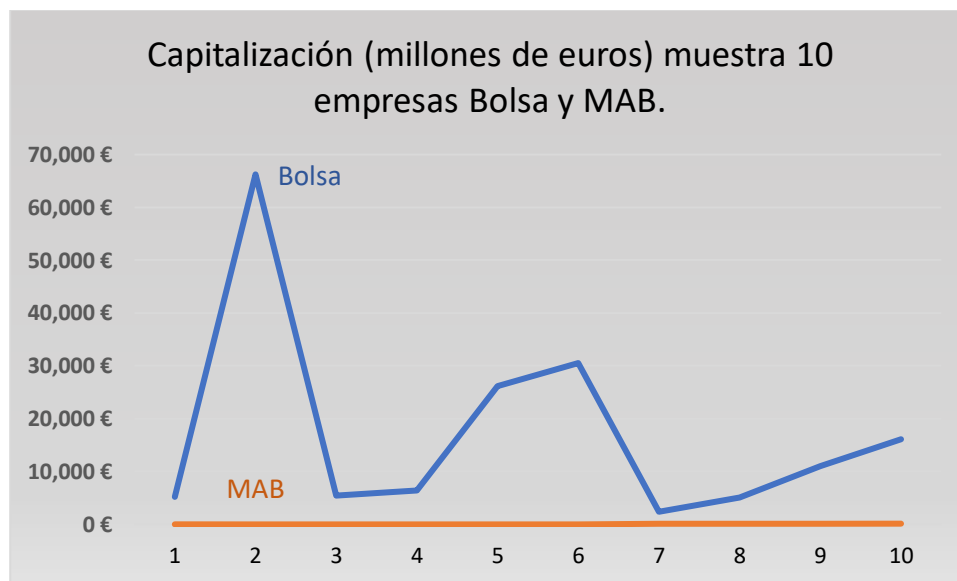
Si observamos el gráfico 24, vemos lo comentado en el párrafo anterior. La financiación vía mercado en España ha sido muy baja durante los años de auge económico, lo cual provocó que el impacto de la crisis en España fuese muy fuerte.

El hecho de que en España la financiación vía mercado por parte de las pymes haya sido muy escasa, se explica en que en esa época el único mercado regulado de renta variable que existía era la Bolsa. La razón por

la que las pymes no se incorporaban a estos mercados, se debía a las dificultades de acceso que tenían a los mismos.

Si bien es cierto, a lo largo de la historia de la Bolsa también han cotizado empresas de pequeño tamaño si bien su continuidad en el mercado era muy difícil. De esta manera, el MAB se configura como un mercado enfocado a este tipo de empresas

Gráfico 25: capitalización (millones de euros) muestra 10 empresas Bolsa y MAB (2019).



Fuente: elaboración propia según datos de Bolsas y Mercado españoles (2019).

En el gráfico 25 se muestran las diferencias de capitalización de empresas pertenecientes a la Bolsa y al MAB respectivamente. Como venimos comentando el MAB se compone por empresas de menor tamaño, es por ello por lo que hemos estudiado su capitalización, para así mostrar esos problemas de acceso a la Bolsa que han tenido tradicionalmente. Por tanto, observando este gráfico, vemos que la Bolsa se compone por empresas de elevada capitalización, mientras que la capitalización de las empresas del MAB es mucho menor. De esta manera la capitalización de las empresas del MAB es prácticamente inapreciable. De esta manera, de la muestra analizada, la empresa de la Bolsa con menor capitalización es "Acciona" con un importe de 5.178.4683.000 euros, mientras que en caso del MAB la empresa con mayor capitalización es "Altia" con una capitalización 136.875.881 euros.

Además, la entrada a cotización a un mercado regulado conlleva una mayor responsabilidad de información, además de incurrir en unos costes directos e indirectos. Además, muchos empresarios piensan que cotizar en un mercado puede suponer una pérdida de control en la compañía, algo que no es así, ya que la normativa bursátil solo obliga a que exista una dispersión bursátil del 25% (en el caso de la Bolsa). A consecuencia de ello, surge el MAB, que en el momento de su creación tuvo como referente a otros mercados internacionales como el AIM (Alternative Investment Market), mercado londinense dirigido a empresas en crecimiento, que combina las cargas regulatorias impuestas a las empresas, con la capacidad de estas para hacer frente a ellas. Por tanto, el MAB puede suponer una gran oportunidad para este tipo de empresas, ya que se ajusta a sus características, permitiéndoles el acceso y la continuidad en este mercado.

4.3. ACCESO Y FUNCIONAMIENTO:

Para que una empresa pueda formar parte del MAB, y así poder financiar su actividad, será necesaria su correspondiente admisión a dicho mercado. En primer lugar, toda empresa que así lo desee deberá ser sociedad anónima, además deberá reunir una serie de características que le permitan cotizar en este mercado, como pueden ser el presentar las cuentas anuales auditadas o que una parte de su capital pertenezca a socios minoritarios. Además de estos requisitos, las empresas que quieran incorporarse, según el tipo de operación que vayan a realizar en el momento de su incorporación, deberán presentar un determinado informe sobre la situación económica y financiera de la sociedad de los dos últimos años. Por otra parte, en el momento de su incorporación deberán haber nombrado a un proveedor de liquidez y un asesor registrado. En primer lugar, un proveedor de liquidez deberá ser una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito, cuyo papel es actuar manteniendo posiciones de oferta y demanda, favoreciendo la liquidez de las transacciones y sin poder recibir indicaciones por parte de la empresa. Por otra parte, un asesor registrado es una figura que ayudará a la empresa en el momento de su incorporación y durante su estancia en este mercado.

Todos estas exigencias o requisitos que deben cumplir las empresas se encuentran dentro de las distintas fases del proceso de incorporación al mercado, distinguiéndose 3 fases:

-Fase 1: en esta primera fase la empresa deberá estudiar cuál es su situación además de evaluar las ventajas e inconvenientes de cotizar en este mercado. Además, deberá de estudiar la forma de salir al MAB, bien si lo hace mediante la venta de acciones o no, y en el caso de hacerlo mediante venta de acciones si es a través de nuevas acciones (ampliación de capital) o mediante acciones ya existentes (oferta pública de venta).

-Fase 2: en esta segunda fase la empresa deberá enviar la solicitud de incorporación, además del Documento Informativo de Incorporación al MAB.

-Fase 3: en esta fase, el MAB evaluará la propuesta de incorporación y, en su caso, publicará la aceptación a cotización de la empresa solicitante.

Una vez una empresa haya sido admitida a cotización al mercado sus valores podrán ser contratados por los diferentes inversores, pudiendo ser estos inversores tanto particulares como institucionales, españoles o de otros países, si bien el MAB tiene un perfil más doméstico.

Es importante saber por parte del inversor que el MAB está constituido por empresas de tamaño pequeño, lo cual conlleva la asunción de un mayor riesgo, ya que su actividad suele estar menos consolidada que la de las empresas de mayor tamaño. Debido a este mayor riesgo, las empresas cotizadas en el MAB están obligadas a emitir informes semestrales y anuales, además en el momento de su acceso a dicho mercado están obligadas a emitir información sobre su actividad y perspectivas futuras.

La forma de proceder por los inversiones es similar a la de otros mercados financieros como la Bolsa, negociándose estos valores a través del SIBE, que es la plataforma electrónica de contratación en el mercado español. En primer lugar, todo inversor que quiera invertir en este mercado deberá contactar con un intermediario financiero, ya que son ellos los que tienen acceso directo a la contratación de los distintos valores. Simultáneamente, se deberá abrir una cuenta de valores a través de la cual se llevará la gestión de nuestra cartera, además será sobre esta sobre la que recaerán los diferentes movimientos de efectivo asociados a las diferentes operaciones.

Por otra parte, los diferentes valores de las distintas compañías pueden contratarse mediante el mercado continuo o bien mediante un sistema

conocido como fixing, lo cual dependerá del volumen y tamaño de los valores.

-El modelo de contratación continuo, es la forma de contratación de valores tal y como se realiza en la Bolsa y permite la adquisición de valores a lo largo del día desde la hora de apertura del mercado hasta la hora de cierre.

-El fixing es un sistema de contratación basado en la fijación de precios únicos y subastas. Durante estas subastas no se ejecuta ninguna negociación, sino que únicamente se cruzan órdenes hasta alcanzar un precio de equilibrio al final de cada subasta. A lo largo del día existen dos subastas, en la que se calcularán dos precios de equilibrios diferentes para los distintos valores. La primera subasta, conocida como subasta de apertura abarca desde las 8:30 de la mañana hasta las 12 del mediodía. La segunda subasta, es la conocida como subasta de cierre y va desde el final de la asignación de la subasta de cierre hasta las 4 de la tarde. Por tanto, será a las 12 del mediodía y 4 de la tarde cuando se fijen dos precios de equilibrio para los distintos valores y entonces se ejecutarán las distintas negociaciones.

4.4. FINANCIACIÓN A TRAVÉS DEL MAB: AMPLIACIONES DE CAPITAL

Antes de explicar en qué consiste una ampliación de capital y los efectos que tienen en una empresa, es necesario conocer el concepto de capital social en las sociedades mercantiles.

El capital social se compone por las aportaciones dinerarias y no dinerarias realizadas por los socios en el momento de constitución de la sociedad y posteriores. Estas aportaciones únicamente podrán ser bienes o derechos patrimoniales susceptibles de valoración económica, excluyéndose así la aportación de trabajo u otros servicios (Ley de sociedades de capital).

En función de estas aportaciones, los socios recibirán a título de propiedad de la sociedad, participaciones o acciones, según el tipo de sociedad de capital de que se trate.

Estas participaciones en el capital social de la empresa confieren a cada uno de los socios unos derechos, los cuales se encuentran recogidos en los estatutos de cada sociedad.

Una vez hemos definido el concepto de capital social, vamos a explicar en qué consiste una ampliación de capital y por qué constituye una fuente de financiación para la empresa.

Una ampliación de capital es una operación mediante la cual una empresa incrementa sus fondos propios, pudiendo llevar a cabo este aumento mediante la emisión de nuevos títulos, o bien, aumentando el valor nominal de los ya existentes. De esta manera, la empresa contará con una mayor cantidad de recursos para llevar a cabo sus operaciones.

En el caso de llevar a cabo una ampliación de capital mediante la emisión de nuevos títulos, el precio de emisión de las nuevas acciones podrá ser sobre la par o a la par. El precio de emisión se compone por el valor nominal de cada uno de los títulos y, opcionalmente, por la prima de emisión o asunción que dependerá de la financiación que se quiera captar y los títulos que se quieran emitir.

En primer lugar, un precio de emisión sobre la par indica que el valor de emisión de las nuevas acciones es superior a su valor nominal, siendo la diferencia entre estos dos valores la prima de emisión o asunción. En segundo lugar, un valor de emisión a la par se da cuando el valor de las nuevas acciones coincide con su valor nominal.

Por otra parte, en el contexto del valor de emisión de nuevos títulos, existe un procedimiento para llevar a cabo una ampliación de capital conocido como ampliación con cargo a reservas. En este caso la emisión de los nuevos títulos podrá realizarse de forma parcial o totalmente liberada. En el caso de llevar a cabo una ampliación parcialmente liberada las aportaciones que deben realizar los socios para la adquisición de un título son inferiores al valor nominal, las cuales se completan mediante un trasvase de reservas al capital. Mientras que, en la emisión de títulos de forma totalmente liberada, los socios adquieren nuevos títulos sin necesidad de realizar ninguna aportación, de manera que el capital de la empresa aumenta a través de las reservas de la empresa. Un ejemplo de una ampliación de capital totalmente liberada sería la entrega de títulos a los socios en vez de llevar a cabo una distribución de dividendos. En el caso de llevar a cabo una ampliación con cargo a reservas el valor de emisión de las nuevas acciones podrá ser a la par y sobre la par. Si bien el llevar a cabo una ampliación con cargo a reservas sobre la par no tiene mucho sentido pues no permite la captación de nuevos fondos a la empresa, ya que no se realizan aportaciones por parte de los socios.

Tras una ampliación de capital mediante la emisión de nuevos títulos, el aumento del capital de la empresa será igual al número de títulos suscritos por el valor nominal de cada uno de ellos. En el caso de existir prima de emisión, las reservas de la empresa aumentarán su valor en la proporción, número de títulos suscritos por prima de emisión de cada título.

Por otra parte, en el caso de optar por aumentar el valor nominal de las acciones ya existentes, debido a que el número de acciones seguirá siendo el mismo, será necesario el consentimiento de todos los socios ya que estos deberán de realizar nuevas aportaciones, a excepción de ser una ampliación totalmente liberada, dado que los socios no deberán realizar ninguna aportación al capital de la empresa.

Para que los socios no se vean perjudicados con la ampliación de capital, existe lo que se conoce como derecho de suscripción preferente o de preferencia. En caso de que uno o más socios quieran mantener su participación proporcional en la compañía harán uso de este. En caso de no querer acudir a la ampliación de capital y suscribir nuevos títulos, podrán vender su derecho a terceros, recibiendo una compensación económica por la pérdida de participación en la sociedad a causa de la ampliación realizada.

Las ampliaciones de capital constituyen una herramienta de financiación empresarial muy importante, ya que las empresas deben experimentar un crecimiento sostenible, el cual se puede conseguir mediante la combinación de financiación vía recursos propios y recursos ajenos. Esta combinación de recursos es sumamente importante como ya comentamos en capítulos anteriores, pues permiten que el crecimiento de las empresas sea más sostenible.

La financiación vía recursos propios está formada por aquellos fondos que provienen de la propia empresa. Estos fondos pueden ser generados mediante beneficios generados por la sociedad no distribuidos y, por tanto, generados por sí misma (financiación interna o autofinanciación) o bien mediante nuevas aportaciones de socios (financiación propia). Este tipo de financiación se sitúa en el patrimonio neto del balance.

La financiación vía recursos ajenos es aquella en la que se obtienen fondos a través de terceros, este tipo de financiación puede ser a corto o largo plazo y se sitúa en el pasivo del balance.

El departamento financiero de una sociedad es el encargado de estudiar las diferentes fuentes de financiación a las que tiene acceso una empresa y de seleccionar aquellas que más se adecúen a las necesidades de esta, permitiendo maximizar los resultados de la compañía.

Todas estas fuentes de financiación tienen un coste para la empresa, si bien se deberá determinar qué volumen de cada una es el más beneficioso para la misma.

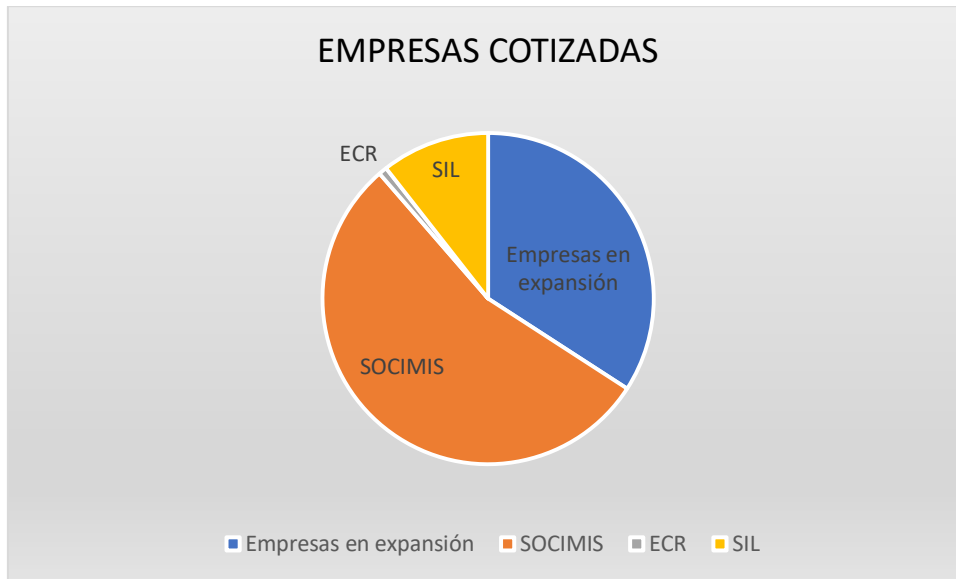
4.5. ESTRUCTURA DEL MAB:

El mercado alternativo bursátil se compone por empresas de diferentes sectores y distintos tamaños, si bien todas ellas se caracterizan por presentar un proyecto de expansión atractivo y un crecimiento sostenible. Las empresas cotizadas en este mercado deben estar formadas por directivos comprometidos con el proyecto que ofrezcan la transparencia demandada por los posibles inversores.

Esta diversidad de empresas hace que el mercado alternativo bursátil se componga o divida en 5 segmentos: empresas en expansión (EE), SOCIMIS, sociedades de inversión de capital variable (SICAVS), entidades de capital riesgo (ECR) y las instituciones de inversión colectiva (SIL), siendo las empresas en expansión sobre las que centraremos nuestro estudio más adelante.

En la actualidad el Mercado Alternativo Bursátil está compuesto por 2805 empresas, de las cuales el 95,61% de ellas pertenecen al segmento de sociedades de inversión de capital variable. El gráfico que aparece a continuación muestra el 4,39% de empresas restantes.

Gráfico 26: proporción de empresas cotizadas en el MAB según segmentos excluidas las SICAVS (2019).



Fuente: elaboración propia según datos de Bolsas y Mercados españoles (2019).

Tal y como podemos observar, el segmento de segundo mayor peso es el de las SOCIMIS que representa el 2,39% del total del mercado, formado por 67 empresas. Le sigue el segmento de empresas en expansión, formado por 42 empresas y en menor proporción se encuentran las entidades de capital riesgo y las instituciones de inversión colectiva.

→ Las sociedades de inversión de capital variable o sociedades de inversión mobiliarias (SICAVS), son instituciones de inversión colectiva dedicadas a la captación de recursos provenientes de diferentes inversores, formando una cartera para su gestión conjunta y posterior venta en busca de rendimientos. Los recursos gestionados por estas sociedades deben ser valores mobiliarios u otros activos financieros. El segmento de las SICAVS fue el primero en entrar en funcionamiento en este mercado.

Tal y como indica su nombre el capital de estas sociedades es variable, oscilando entre un máximo y un mínimo legal, si bien todas ellas en el momento de su constitución deben presentar un capital social de al menos 2.400.000 €.

Una ventaja de las SICAVS es que las ganancias logradas tributan al 1% frente al 30% del Impuesto de sociedades. Si bien en el año 2015 el

Gobierno de Navarra acabó con este privilegio sobre las SICAVS, las cuales pasaron a tributar al 28%.

→Las sociedades de inversión en el mercado inmobiliario (SOCIMIS), al igual que las SICAVS también son instituciones de inversión colectiva. A diferencia de las SICAVS, estas sociedades se dedican al arrendamiento de activos de naturaleza urbana o a tenencia de acciones o participaciones en el capital social de otras SOCIMIS con el objetivo de obtener rendimientos futuros.

Las SOCIMIS son una versión española de las REIT (Real Estate Investment Trust), su equivalente a nivel mundial, Las SOCIMIS son sociedades de aparente nula fiscalidad, ya que tributan al 0% en el Impuesto de sociedades, si bien al estar obligadas a repartir al menos el 80% de las ganancias entre sus inversores, los rendimientos generados sí que van a tributar a través de estos.

→Las entidades de capital riesgo (ECR), son entidades dedicadas a financiar a medio y largo plazo a pequeñas y medianas empresas innovadoras, que presentan dificultades de acceso a otras fuentes de financiación.

La actividad de estas entidades consiste en invertir de forma temporal en el capital social de empresas no financieras y de naturaleza no inmobiliaria que no coticen en ningún mercado, además de prestar asistencia en la gestión de la empresa participada.

Los recursos necesarios para poder llevar a cabo esta actividad proceden de diversos inversores, además los rendimientos de estas entidades son generados de las posibles plusvalías que se puedan obtener de las empresas participadas.

Estas entidades al igual que las SICAVS sólo cotizan al 1% del impuesto de sociedades.

→Las instituciones de inversión colectiva de inversión libre son instituciones que a diferencia de las instituciones de inversión colectiva de régimen general se caracterizan por presentar una gran flexibilidad de inversión, además de flexibilidad de transparencia y liquidez.

Están dirigidas a un inversor cualificado que no precisa de una gran cantidad de información para actuar, esto hace que se conozcan también como fondos altos de riesgo.

→ El último segmento que compone este mercado es el de empresas en expansión, que explicaremos con más detalle a continuación ya que es el segmento sobre el que centraremos nuestro estudio. Nuestro estudio se centra en este segmento, ya que es en el que operan las empresas objeto de nuestro estudio.

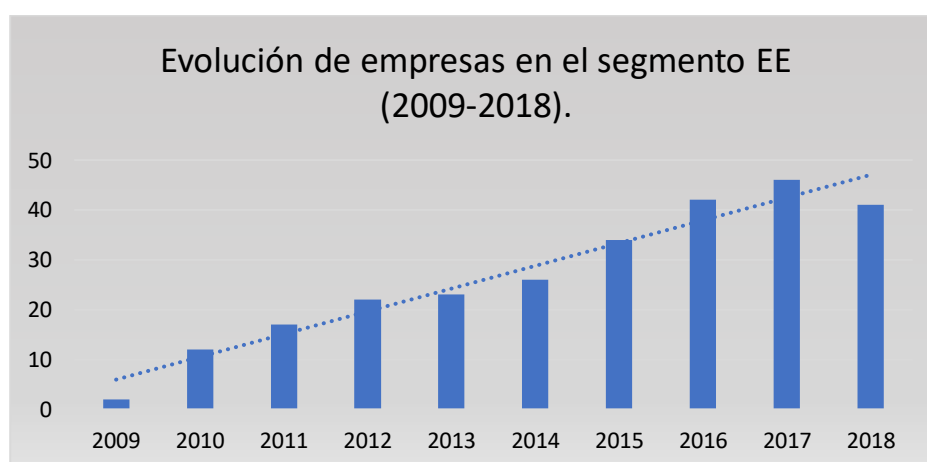
De todos estos segmentos el primero en incorporarse al MAB fue el segmento de las SICAVS en el año 2006, siendo este el segmento el que inaugura dicho mercado. En el año siguiente se incorporaría el segundo segmento, formado por Sociedades y Fondos de Capital Riesgo. Es en este mismo año el segmento de empresas en expansión el tercero en incorporarse a este mercado.

4.6. SEGMENTO DEL MAB PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN

Este segmento se compone de empresas con características diferentes a las que componen los otros cuatro segmentos, pero que al igual que las mismas presentan modelos de crecimiento atractivos. A continuación, vamos a realizar un análisis de la evolución del número de empresas que constituyen este segmento, así como la financiación obtenida por estas a través de este mercado.

4.6.1. EVOLUCIÓN NÚMERO DE EMPRESAS EN EL SEGMENTO DEL MAB PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN

Gráfico 27: evolución del número de empresas en el segmento EE (2009-2018).

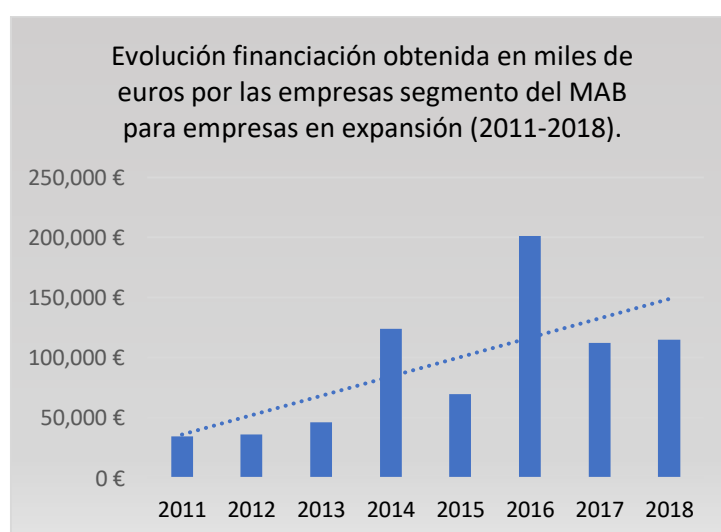


Fuente: elaboración propia según datos de Bolsas y Mercados españoles.

El año 2009 fue el primer año de funcionamiento de este segmento del MAB, año durante el cual fueron dos las empresas en cotizar en dicho mercado, Zinkia e Imaginarium, esta última sigue cotizando en la actualidad. Durante los siguientes años se produce un crecimiento continuado en el número de empresas en este segmento del MAB. Como se observa en el gráfico 27, de los años 2010 a 2012, el crecimiento de empresas en este segmento se sitúa por encima de la media de los años analizados. Esto puede deberse a las restricciones de acceso a financiación por parte de las pyme en esos años. Más tarde, en los años 2013 y 2014, se produce una reducción en la tasa de crecimiento del número de empresas en este segmento, coincidiendo con años de mejora en el acceso a la financiación bancaria. De los años 2015 a 2017, la tasa de crecimiento volvió a aumentar lo cual puede deberse a la financiación captada por las empresas que formaban este segmento en el año 2014, año en que la captación de fondos a través del MAB aumentó considerablemente, como veremos en el gráfico 28. En el año 2017, se alcanzó el mayor número de empresas en la historia de este segmento del MAB, con un total de 46 empresas, 42 más que en el momento de su constitución. Finalmente, en este último año 2018, se ha producido la salida de 5 empresas de este segmento del MAB.

4.6.2. EVOLUCIÓN DE LA FINANCIACIÓN OBTENIDA A TRAVÉS DEL MAB PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN (2011-2018)

Gráfico 28: evolución de la financiación obtenida, en miles de euros, por las empresas del segmento del MAB para empresas en expansión (2011-2018).



Fuente: elaboración propia según datos de Bolsas y Mercados españoles.

El gráfico 28 muestra el volumen de financiación captada a través del segmento del MAB para empresas en expansión. Según datos de Bolsas y Mercados españoles, la financiación captada a través de ampliaciones de capital por parte de las pymes en el segmento de empresas en expansión ha pasado de 34.720.000 € en el año 2011 a 115.000.000 € en el año 2017 lo cual habla del potencial de este mercado y de la buena alternativa que constituye como medio de financiación.

En el año 2016 se alcanzó el mayor volumen de ampliaciones de capital en efectivo, para en el siguiente año pasar a consolidarse este mercado. La financiación tan alta obtenida en el año 2016 se debe a la ampliación realizada por la empresa *MasMovil Ibercom, S.A.*, a través de la cual se alcanzó una financiación de alrededor de 160 millones de euros. La importancia de este mercado se explica también a través de esta empresa, que en el año 2017 se incorporó a la Bolsa, gracias al crecimiento empresarial experimentado a través del MAB. Si observamos el gráfico 28 vemos que el volumen de financiación captada aumenta anualmente, excepto en los años 2015 y 2017, debido a las fuertes financiaciones realizadas en el año anterior respectivamente. Incluso en el año 2018, en el que el número de empresas en este segmento disminuye, la financiación captada en este segmento aumenta.

4.6.3. DISTRIBUCIÓN DE LAS EMPRESAS DEL SEGMENTO DEL MAB PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN SEGÚN SECTORES

Respecto a las empresas que constituyen este segmento, es importante saber que estas pertenecen a diferentes sectores, si bien es cierto predominan las empresas de dos sectores concretos, tal y como se muestra en el gráfico 29.

Gráfico 29: distribución de empresas por sectores en el segmento "empresas en expansión" del MAB (2019).



Fuente: elaboración propia según datos Bolsas y Mercados Españoles (2019).

Gracias al gráfico adjunto podemos ver que el sector predominante en número de empresas es el de tecnologías y telecomunicaciones y es que podríamos considerar a las empresas de este sector como las más propicias para su cotización en el MAB, ya que suelen ser empresas innovadoras con proyectos de negocio atractivos y sostenibles. Aquí se refuerza la idea, de que el MAB tiene muy en cuenta los proyectos de negocio de las empresas. Sin embargo, no han sido siempre las empresas de este sector las predominantes en el segmento del MAB para empresas en expansión. Según datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (2011), en el año 2011 el sector con mayor presencia era el de servicios de consumo, mientras que la presencia de empresas del sector de las tecnologías y telecomunicaciones lo hacía en menor medida.

4.6.4. ANÁLISIS DEL TAMAÑO Y CAPITALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS DEL SEGMENTO DEL MAB PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN

A continuación, se va a realizar un análisis del tamaño empresarial de las empresas que componen el segmento del MAB para empresas en expansión. Este análisis será aproximado, ya que solo van a analizar el importe del balance general y el volumen de negocio de las empresas a las que hemos tenido acceso a sus cuentas anuales. El número de empleados, a pesar de ser un factor determinante para clasificar a una empresa por su tamaño, no se va a analizar por falta de acceso a estos.

Tabla 8: aproximación tamaño empresarial de las empresas del segmento del MAB para empresas en expansión, según volumen de balance y de cifra de negocios (2019).

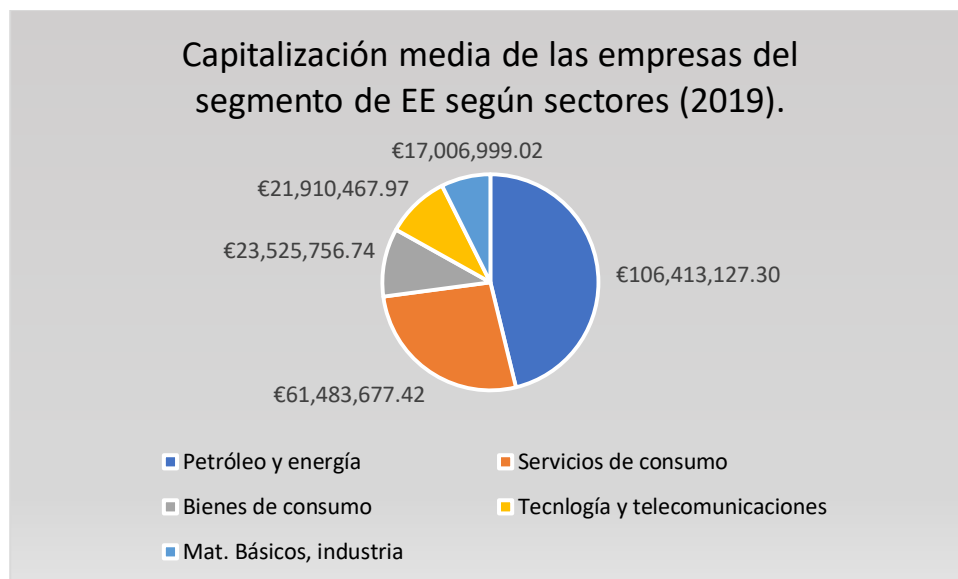
	VOLUMEN DE NEGOCIO	BALANCE GENERAL	TIPO DE EMPRESA
VOZTELECOM	10.650.900 €	8.784.047 €	MEDIANA/PEQUEÑA
ALQUIBER	41.406.722 €	93.709.484 €	MEDIANA/GRANDE
ATRY'S HEALTH	4.194.455 €	50.338.751 €	PEQUEÑA/GRANDE
CLERHP ESTRUCTURAS	3.784.935 €	9.754.999 €	PEQUEÑA/PEQUEÑA
CLEVER GLOBAL	3.460.638 €	16.354.106 €	PEQUEÑA/MEDIANA
GIGAS HOSTING	6.320.768 €	12.051.811 €	PEQUEÑA/MEDIANA
HOME MEAL	14.647.681 €	30.046.032 €	MEDIANA/MEDIANA
MEDCOMTECH	20.872.863 €	24.676.252 €	MEDIANA/MEDIANA
PANGAEA ONCOLOGY	2.918.533 €	20.135.393 €	PEQUEÑA/MEDIANA
IMAGINARIUM	25.148.580 €	41.091.243 €	MEDIANA/MEDIANA
NBI BEARINGS	10.441.617 €	33.194.571 €	MEDIANA/MEDIANA
NPG TECHNOLOGY	1.417.868 €	12.175.053 €	MICRO/MEDIANA
ECG	1.784.703 €	23.390.877 €	MICRO/MEDIANA
GREENERGY RENOVABLES	23.535.827 €	51.824.644 €	MEDIANA/GRANDE
GREENALIA	1.344.022 €	27.155.946 €	MICRO/MEDIANA
GRIÑO ECOLOGIC	38.085.261 €	53.925.625 €	MEDIANA/GRANDE
1NKEMIA	183.751 €	16.125.977 €	MICRO/MEDIANA
AB-BIOTICS	11.892.423 €	15.154.284 €	MEDIANA/MEDIANA
ADL BIONATUR SOLUTIONS	667.398 €	102.519.250 €	MICRO/GRANDE
AGILE CONTENT	1.568.169 €	11.252.834 €	MICRO/MEDIANA
CATENON	3.144.827 €	6.361.875 €	PEQUEÑA/PEQUEÑA
COMMCENTER	44.578.000 €	13.751.000 €	MEDIANA/MEDIANA
EUROESPES	2.476.000 €	11.098.000 €	PEQUEÑA/MEDIANA
EURONA TELECOM	8.883.895 €	15.812.172 €	PEQUEÑA/MEDIANA
FACEPHI	4.480.826 €	6.597.573 €	PEQUEÑA/PEQUEÑA
LLEIDA.NET	12.078.022 €	9.789.079 €	MEDIANA/PEQUEÑA
MONDO TV	1.029.265 €	7.049.629 €	MICRO/PEQUEÑA
NETEX	4.819.061 €	11.633.813 €	PEQUEÑA/MEDIANA
NEURON BIO	329.550 €	22.427.765 €	MICRO/MEDIANA
ROBOT	3.661.948 €	7.579.732 €	PEQUEÑA/PEQUEÑA
SECUOYA	6.915.093 €	64.243.232 €	PEQUEÑA/GRANDE
TIER1 TECHNOLOGY	8.787.623 €	6.121.433 €	PEQUEÑA/PEQUEÑA
IFFE FUTURA	87.530 €	6.288.964 €	MICRO/PEQUEÑA
INCLAM	27.648.556 €	48.518.429 €	MEDIANA/MEDIANA
EBOSS ENERGY	3.255.000 €	3.467.700 €	PEQUEÑA/PEQUEÑA

Fuente: elaboración propia según datos de Bolsas y Mercados españoles (2019).

Observando la tabla adjunta vemos que, según la aproximación al tamaño de las empresas analizadas, este segmento del MAB se compone mayoritariamente por empresas de tamaño mediano y pequeño. El conocer si son mayoritarias las medianas o pequeñas vendrá determinado por el número de empleados, a los cuales no hemos tenido acceso como ya hemos comentado. Sin embargo, existen empresas con características de las micro o grandes empresas. Por tanto, tras este análisis podemos decir que el MAB se compone mayoritariamente por pymes de elevado tamaño, si bien existe la posibilidad de que pymes de reducido tamaño se incorporen a este mercado. Sin embargo, las dificultades de acceso serán mayores, dado los requisitos que se imponen a las empresas para su incorporación, comentados con anterioridad.

Para aproximarnos al tamaño de las empresas que componen este segmento del MAB, vamos a estudiar la capitalización de estas.

Gráfico 30: capitalización media de las empresas del segmento de EE del MAB según sectores (2019).



Fuente: elaboración propia según datos de Bolsas y Mercados españoles (2019).

Si observamos cuál es la capitalización media alcanzada por las empresas de este segmento según los sectores a las que pertenecen, vemos que son las empresas del sector petróleo y energía las que mayor capitalización presentan, con una capitalización media de 106.413.127,3€, frente a la de otros sectores como el de los servicios de consumo cuya capitalización media es 61.483.677,42€. A pesar de ser las empresas de estos dos sectores con una mayor capitalización media, es

necesario saber que la capitalización media de las empresas que componen el segmento de empresas en expansión del MAB es de 41.257.240,46€. A través de las dos tablas siguientes, vamos a realizar un análisis de la capitalización de las empresas de los distintos sectores que componen este segmento del MAB. La primera tabla se compondrá por las empresas cuya capitalización media es superior a la del segmento en su conjunto, mientras que la segunda tabla se corresponde con las empresas de los sectores cuya capitalización media es inferior a la del segmento en su conjunto.

Tabla 9: capitalización empresas EE de los sectores servicios de consumo y petróleo y energía (2019).

Empresas	Sector	Capitalización
PROEDUCA ALTUS	Servicios de consumo	327.547.510,75 €
VOZTELECOM	Servicios de consumo	22.896.450,00 €
ALQUIBER	Servicios de consumo	32.565.741,40 €
ALTIA	Servicios de consumo	137.563.700,00 €
ATRYA HEALTH	Servicios de consumo	77.598.183,60 €
CERBIUM HOLDING	Servicios de consumo	15.134.126,40 €
CLERHP ESTRUCTURAS	Servicios de consumo	13.704.404,48 €
		4.779.609,60
CLEVER GLOBAL	Servicios de consumo	€
GIGAS HOSTING	Servicios de consumo	28.786.637,88 €
HOME MEAL	Servicios de consumo	31.320.190,90 €
MEDCOMTECH	Servicios de consumo	18.638.031,42 €
PANGAEA ONCOLOGY	Servicios de consumo	27.269.542,56 €
ECG	Petróleo y energía	43.573.968,00 €
GENERGY RENOVABLES	Petróleo y energía	200.769.385,46 €
GREENALIA	Petróleo y energía	139.079.241,60 €
GRIÑO ECOLOGIC	Petróleo y energía	42.229.914,06 €

Fuente: elaboración propia según datos de Bolsas y Mercados españoles (2019).

Si observamos individualmente la capitalización de las distintas empresas vemos que, por norma general, en el sector servicios de consumo, su capitalización se sitúa por debajo de la media del total de empresa. Mientras que en el caso del sector del petróleo y energía dos de las empresas presentan una capitalización muy cercana a la media y otras dos muy por encima.

Tabla 10: capitalización empresas EE de los sectores bienes de consumo, tecnología y telecomunicaciones y materiales básicos e industria (2019).

Empresas	Sector	Capitalización
IMAGINARIUM	Bienes de consumo	2.014.168,32 €
NBI BEARINGS	Bienes de consumo	49.321.072,00 €
NPG TECHLOGY	Bienes de consumo	19.242.029,90 €
1NKEMIA	Tecnología y telecomun.	8.364.364,51 €
AB-BIOTICS	Tecnología y telecomun.	52.870.687,80 €
ADL BIONATUR SOLUTIONS	Tecnología y telecomun.	87.049.838,07 €
AGILE CONTENT	Tecnología y telecomun.	25.924.937,64 €
CATENON	Tecnología y telecomun.	10.116.277,92 €
COMMCENTER	Tecnología y telecomun.	6.606.440,00 €
EUROESPES	Tecnología y telecomun.	6.360.302,07 €
EURONA TELECOM	Tecnología y telecomun.	24.629.570,45 €
FACEPHI	Tecnología y telecomun.	26.554.166,00 €
LLEIDA.NET	Tecnología y telecomun.	1.540.945,28 €
MONDO TV	Tecnología y telecomun.	1.496.954,48 €
NEOL BIO	Tecnología y telecomun.	2.310.375,00 €
NETEX	Tecnología y telecomun.	10.727.388,10 €
NEURON BIO	Tecnología y telecomun.	4.683.409,80 €
ROBOT	Tecnología y telecomun.	10.261.738,80 €
SECUOYA	Tecnología y telecomun.	74.680.559,50 €
TIER1 TECHNOLOGY	Tecnología y telecomun.	18.300.000,00 €
IFFE FUTURA	Mat. Básicos, industria	7.578.689,34 €
INCLAM	Mat. Básicos, industria	50.372.394,00 €
TECNOQUARK	Mat. Básicos, industria	4.952.481,57 €
EBIOSS ENERGY	Mat. Básicos, industria	7.990.747,05 €
ELZINC	Mat. Básicos, industria	14.140.683,15 €

Fuente: elaboración propia según datos de Bolsas y Mercados españoles (2019).

En primer lugar, si analizamos la capitalización de las empresas del sector de bienes de consumo vemos que está formado por tres empresas con muy distintas capitalizaciones entre sí, por lo que no podemos concretar cuál es el tamaño la empresarial característico de este sector en función de la capitalización de las empresas.

En segundo lugar, el sector de las tecnologías y telecomunicaciones presenta una capitalización media de 21.910.467,97€, si observamos cada una de las capitalizaciones de este sector vemos que existen muchas empresas con una capitalización mucho menor a la media, sin embargo, existen otras con una capitalización claramente inferior a la

media. De esta manera la capitalización media obtenida no es representativa para determinar cuál es el tamaño empresarial característico de este sector, en función de la capitalización de las empresas.

4.6.5. CONCLUSIONES RESPECTO AL SEGMENTO DEL MAB PARA EMPRESAS EN EXPANSIÓN

Tal y como hemos podido estudiar el número de empresas que componen este segmento del MAB es muy reducido. En la actualidad, únicamente 41 empresas forman parte de este segmento.

Sin embargo, hemos podido ver como la financiación obtenida por estas empresas ha sido alta, lo que informa del importante papel que puede tener el MAB en el éxito de las ampliaciones de capital.

Por tanto, hemos visto que las ayudas económicas recibidas por las empresas que pasan a formar parte de este segmento, así como otras medidas para potenciar el uso de este mercado no han sido suficientes para alcanzar el crecimiento esperado del mismo.

Tal y como vimos anteriormente, el MAB se compone fundamentalmente por SICAVS, llegando a haber un total de 2682 en el año 2019. En este contexto, surge la pregunta de por qué este segmento está compuesto por un elevado número de empresas y el de empresas en expansión no.

La respuesta a esta pregunta es que el MAB se configura como un mercado enfocado a pequeñas y medianas empresas con proyectos de negocio atractivos, y la mayoría de las SICAVS, debido a la actividad que desarrollan, cumplen con esto. Además, si observamos el análisis realizado del gráfico 29, vemos que son las empresas del sector de las tecnológicas y telecomunicaciones las mayoritarias en el segmento del MAB para empresas en expansión. Esto se debe, a la actual importancia de las tecnologías y telecomunicaciones en nuestra sociedad.

En esta misma línea otra de las causas del mayor número de empresas en el segmento de SICAVS tiene que ver con su actividad, ya comentada anteriormente. Esta actividad hace que necesiten llegar a un mayor público para captar capital y así desarrollar la actividad empresarial. Mientras que en el caso de las empresas del segmento del MAB para empresas en expansión, la necesidad de llegar a un mayor público no siempre es así. Como comentamos con anterioridad, muchas empresas

creen que con su salida a mercado, se producirá una pérdida en el control de la empresa.

4.7. VENTAJAS PARA LAS EMPRESAS:

En la actualidad, nos movemos en un contexto de alta competitividad lo cual hace que las empresas se vean obligadas a buscar un crecimiento continuo. Para ello, una empresa debe ser capaz de alcanzar los suficientes recursos que hagan posible este crecimiento. Pero no sólo se trata de captar los recursos, sino de realizar una buena gestión de estos, mantener un equilibrio entre los recursos propios y ajenos, pues es lo que va a permitir a las empresas llevar un crecimiento sostenible.

En este contexto, el MAB permite la obtención de los recursos propios y, por tanto, mantener un equilibrio entre los recursos propios y ajenos, lo cual venía siendo un problema para las pequeñas y medianas empresas debido a la inexistencia de mercados que se ajustasen a sus características, tal y como hemos analizado anteriormente.

Además, el MAB confiere notoriedad, prestigio e imagen de marca pues las empresas pertenecientes al MAB son empresas que han debido de cumplir una serie de requisitos para su incorporación a este mercado, lo cual habla de que son empresas atractivas que han alcanzado un determinado nivel de organización y control. Esto hace que la confianza de sus clientes, proveedores e inversores sea mayor facilitando su actividad y crecimiento empresarial. Además, el MAB es un mercado importante, que es noticia todos los días, lo cual permite a sus empresas llegar a un mayor público.

Por otra parte, el MAB ayuda a los directivos en la toma de decisiones, ya que el hecho de que sus acciones coticen hace que se determine un precio de estas por la oferta y la demanda que reciben. Este precio de las acciones tiene en cuenta también expectativas de la empresa y factores externos a la empresa. Es por ello, que en función del precio de las acciones en cada momento y, por tanto, de la valoración de la empresa los directivos tomarán unas u otras decisiones.

Finalmente, y según Bolsas y Mercados españoles, la otra ventaja principal para las empresas de cotizar en el MAB es la liquidez que aporta a la empresa, pues la conversión de las acciones en efectivo es muy

rápida y sencilla, operación facilitada por los proveedores de liquidez, figura explicada con anterioridad.

CAPÍTULO 5: ANÁLISIS DE DOS EMPRESAS DEL SEGMENTO MAB EE

A continuación, se va a realizar el análisis de dos empresas pertenecientes al segmento del MAB para empresas en expansión. En primer lugar, se analizará la empresa Zinkia, para después analizar la empresa Agile Content. El objetivo de llevar a cabo el análisis de estas dos empresas tiene como objetivo estudiar la incidencia que ha tenido este mercado en la evolución de la empresa. Las razones de escoger estas dos empresas se exponen al inicio de cada uno de los puntos siguientes.

5.1. ZINKIA

Zinkia fue la primera en incorporarse a este segmento del MAB. Por ello hemos escogido esta empresa, para conocer el efecto que tuvo en el funcionamiento de la empresa la incorporación a este mercado. Además, en el año 2018 se produjo la salida de la empresa de este mercado. Así, se pretende conocer cuáles fueron las causas que llevaron a la compañía a tomar la decisión de abandonar este mercado.

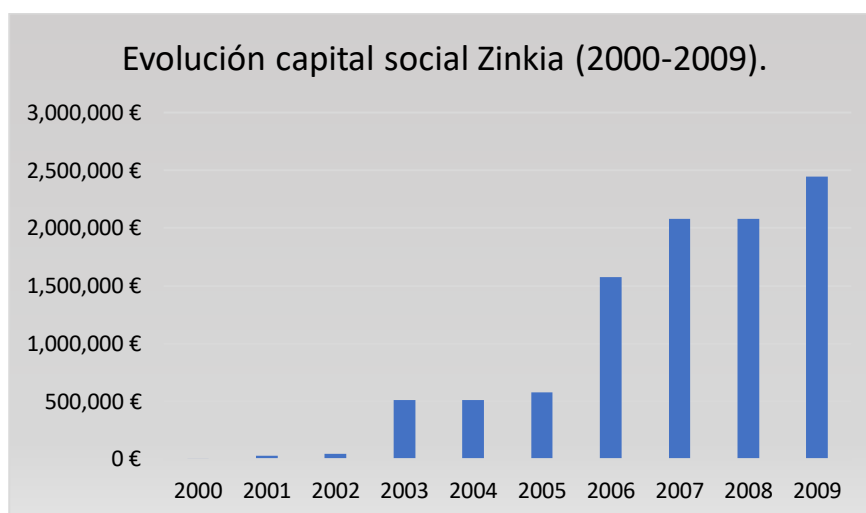
5.1.1. INCORPORACIÓN DE LA EMPRESA AL MAB

Zinkia es una empresa perteneciente al sector de las tecnologías y telecomunicaciones, siendo su actividad la creación y desarrollo de contenidos audiovisuales e interactivos. Además, se dedica a la comercialización de licencias para la producción de *merchandising* y eventos, fortaleciendo así sus marcas.

Desde su constitución en el año 2000 Zinkia ha presentado un modelo de negocio atractivo, que le ha permitido experimentar un fuerte crecimiento. Tanto es así, que Zinkia tiene presencia en más de 150 países, a través de su principal marca, "Pocoyo".

Es importante saber que desde el momento de la constitución de Zinkia en el año 2000, hasta el momento de su incorporación al MAB en el año 2009, el capital social de la empresa experimentó un fuerte cambio gracias a las operaciones de ampliación de capital realizadas.

Gráfico 31: evolución del capital social de Zinkia (2000-2009).



Fuente: elaboración propia según datos Zinkia.

Si observamos el gráfico 31 vemos lo comentado, y es que el capital social de la empresa Zinkia experimentó un fuerte crecimiento desde el año 2000 hasta su incorporación al MAB en el año 2009. Si observamos el gráfico, vemos que el capital social aumenta todos los años, a excepción de los últimos dos. Este crecimiento del capital presenta dos años de especial crecimiento: año 2003 y 2006. El crecimiento del año 2003 (1047% respecto al año anterior) se debe al efecto de dos ampliaciones de capital realizadas en ese año, por un importe total de 288.480€ y 180.000€ respectivamente. Respecto al fuerte incremento del año 2006 (173% respecto al año anterior), se debe al efecto de una única ampliación de capital por importe de 999.970€.

La razón por la que Zinkia solicita su incorporación al MAB se debe a una búsqueda de financiación propia para así poder desarrollar su futuro crecimiento empresarial. El hecho de buscar esta captación de recursos mediante la incorporación al MAB se debe al deseo de potenciar el prestigio, transparencia e imagen de marca de la sociedad.

Para su incorporación al MAB se llevó a cabo una operación de split, de esta manera el capital social de la empresa pasa de 207.895 acciones de 10 € de valor nominal a 20.789.500 acciones de 0,1€ de valor nominal. Mediante esta operación pasan a formar parte del capital social de la empresa una serie de socios minoritarios. Como ya comentamos en el capítulo cuatro.

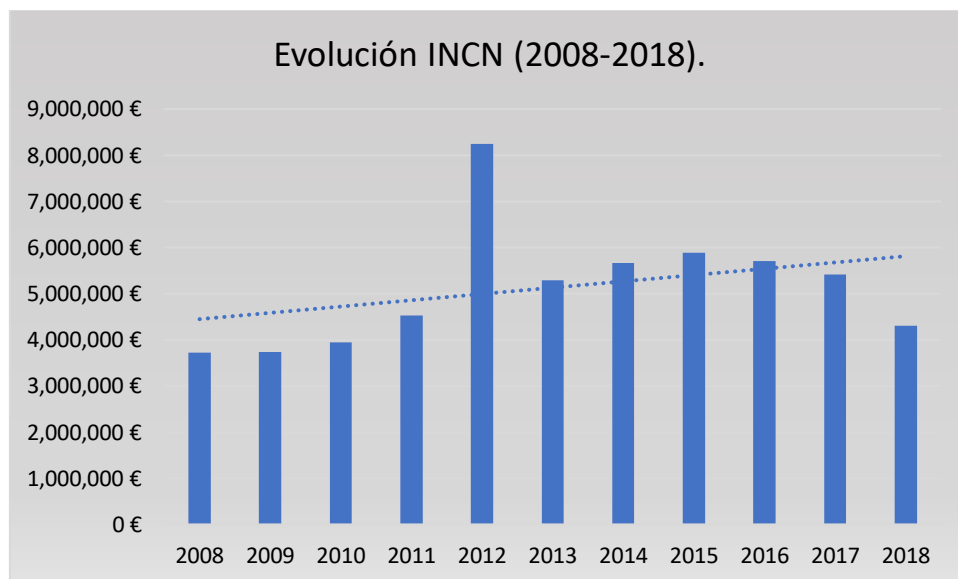
En este contexto, el 3 de Julio de 2009 Zinkia solicita su incorporación al MAB. En este momento, el capital social de la empresa se componía de 20.789.500 acciones de 0,1€ de valor nominal cada una, ascendiendo el capital social de la compañía a 2.078.950€.

Para su incorporación al MAB se solicitó la incorporación a cotización de la totalidad de las acciones de la sociedad. Además, para completar su salida al MAB, Zinkia acordó llevar a cabo una oferta de suscripción de acciones el 26 de mayo de 2009. Todas estas acciones incorporadas al MAB, confieren a los socios los mismos derechos políticos y económicos en la compañía.

5.1.2. EVOLUCIÓN A TRAVÉS DEL MAB

En primer lugar, desde que Zinkia se incorporase a este segmento del MAB podemos decir que su evolución ha sido positiva, tal y como se muestra a través del siguiente gráfico en el que se analiza la evolución del volumen de negocio de la empresa.

Gráfico 32: evolución INCN Zinkia (2008-2018).



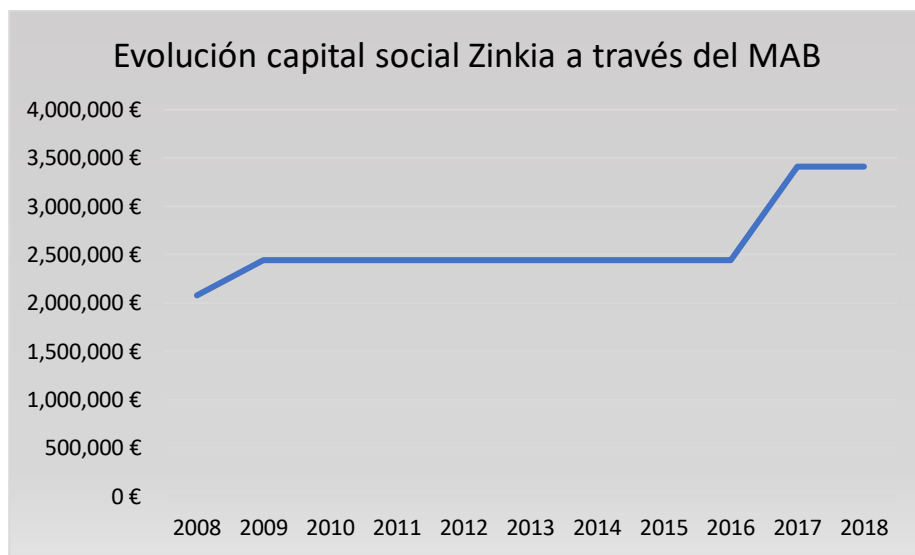
Fuente: elaboración propia según datos Zinkia.

Si observamos cual ha sido la evolución del volumen de negocios de Zinkia desde que se incorporase al MAB, podemos ver que este es positivo. Por tanto, desde su incorporación a este mercado Zinkia ha experimentado un crecimiento empresarial, tal y como se puede observar en el gráfico.

Desde la incorporación de la compañía al segmento del MAB para empresas en expansión, se han canalizado dos ampliaciones de capital a través de este mercado. En primer lugar, la llevada a cabo por la sociedad en el momento de su incorporación a este mercado en el año 2009, y una segunda ampliación llevada a cabo en septiembre del año 2017.

A través del gráfico 33 se va a analizar el efecto de las ampliaciones de capital realizadas por Zinkia a través de este mercado.

Gráfico 33: evolución capital social Zinkia a través del MAB (2008-2018).



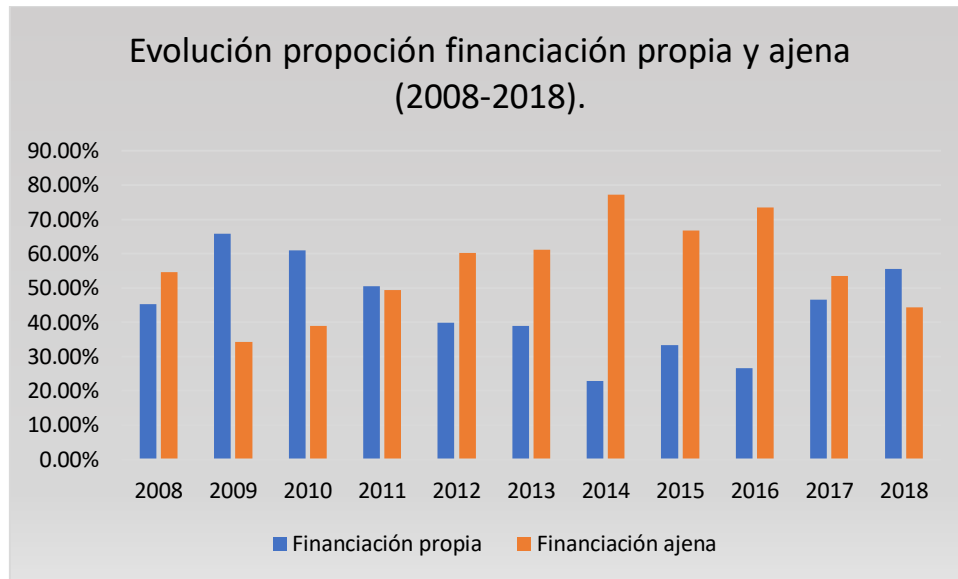
Fuente: elaboración propia según datos Zinkia.

Si observamos el gráfico 33, vemos que el capital social de la empresa ha permanecido prácticamente invariable desde el año 2009. Esto se debe a que a lo largo de los 9 años en los que la empresa perteneció al MAB sólo se realizaron dos ampliaciones de capital. A pesar de que el número de ampliaciones realizadas en estos años fueron escasas el capital de la sociedad aumentó un 64% respecto al año 2008. Este aumento se debió mayoritariamente a la ampliación realizada en el año 2017, por importe de 965.160€, lo que supuso un incremento del capital de la empresa del 39%.

Estos aumentos de capital tuvieron efectos en la estructura financiera de la empresa, tal y como vamos a estudiar a través del gráfico 33.

A través del siguiente gráfico se va a analizar la evolución de la estructura financiera de la compañía, estudiando el efecto de las ampliaciones de capital realizadas en esta.

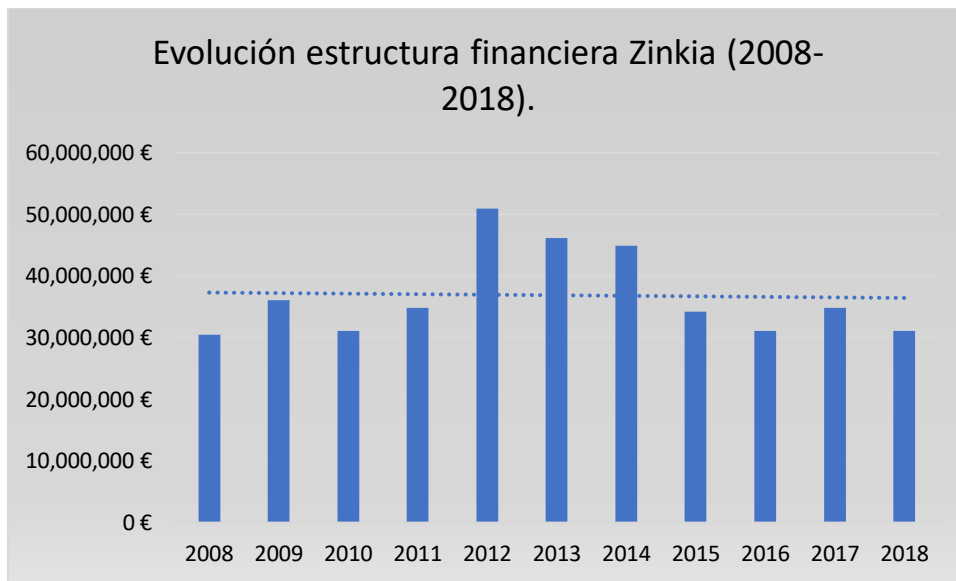
Gráfico 34: evolución proporción financiación propia y ajena de Zinkia (2008-2018).



Fuente: elaboración propia según datos Zinkia.

Si observamos el gráfico 34, vemos como la estructura financiera de la empresa tiende a descapitalizarse debido al reducido número de ampliaciones realizadas. De esta manera, la ampliación realizada en el año 2009 provocó la sobre capitalización de la empresa. Sin embargo, durante los años siguientes la proporción de financiación ajena es superior a la propia, lo que conlleva a una descapitalización de la empresa. Más tarde, con la segunda ampliación de capital realizada a través del MAB la empresa vuelve a capitalizarse. Por tanto, las ampliaciones realizadas son de importe relevante en la compañía, ya que con ellas la empresa experimenta una capitalización. Esta capitalización de la empresa en los años comentados se debe también a que en esos años el uso de financiación ajena es escaso. Sin embargo, en los años en los que la empresa se descapitaliza la financiación ajena aumenta fuertemente, aumentando así, la financiación total de la empresa.

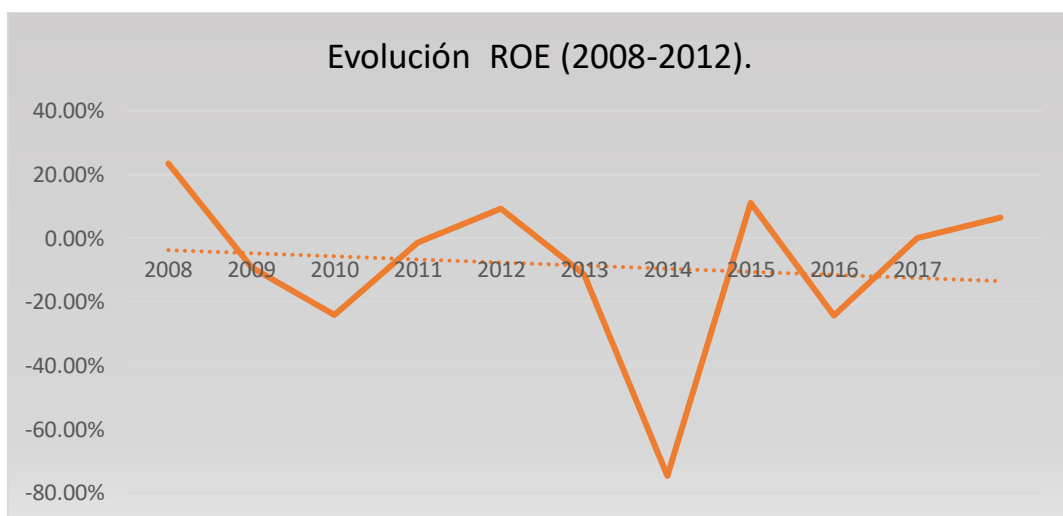
Gráfico 35: evolución estructura financiera Zinkia (2008-2018).



Si observamos el gráfico adjunto, vemos lo comentado anteriormente. Los años en los que se llevaron ampliaciones de capital la variación en la estructura financiera de la empresa es mínima, de ahí la importancia de estas en la estructura financiera de esos años. Sin embargo, durante los siguientes años, la estructura financiera sí varía de manera notable. Por ejemplo, en el año 2012 la estructura financiera de la empresa aumenta un 46% respecto al año anterior.

Debido a los cambios en la estructura financiera de Zinkia desde el año 2009, vamos a estudiar la variación de la rentabilidad financiera de la empresa.

Gráfico 36: evolución ROE de Zinkia (2008-2012).



Fuente: elaboración propia según datos Zinkia.

Si observamos el gráfico 36, vemos que la tendencia de la rentabilidad financiera de Zinkia es negativa desde su incorporación al MAB. Tal y como vimos la estructura financiera de la empresa tiende a descapitalizarse, lo cual influye en los resultados obtenidos por la empresa, debido a la variación de gastos financieros. De esta manera, vemos que desde el año 2008 la empresa ha presentado rentabilidades financieras positivas y negativas uniformemente, lo cual se debe fundamentalmente a si los resultados obtenidos en cada ejercicio eran positivos o negativos. Por ejemplo, en el año 2014 el resultado del ejercicio de la empresa es de -3.833.399€, produciéndose una caída del de 275% respecto al año anterior. Por otra parte, en el año 2015 la empresa obtiene su mayor rentabilidad financiera desde que se incorporase a este mercado, situándose en un 11,08%, lo que supone un aumento del 115% respecto al año anterior. Este fuerte aumento de la rentabilidad financiera se debe al resultado del ejercicio positivo de la empresa, además de a una reducción de los gastos financieros que soportaba la empresa en el año 2014.

Por otra parte, si llevamos a cabo un estudio del apalancamiento financiero de los años en los que la empresa obtiene rentabilidades financieras positivas, vemos que la financiación ajena si favorece a la rentabilidad financiera de la empresa en los años 2012 y 2018. Años en los que el resultado del ejercicio es positivo a consecuencia de unos gastos financieros adecuados. Sin embargo, en los años 2015 y 2017, la financiación ajena no favorece a la rentabilidad de la empresa debido a que el ratio de apalancamiento financiero es inferior a cero. Por tanto, tras el análisis analizado vemos que la estructura financiera de la empresa, que tiende a ser negativa, no favorece a su rentabilidad financiera, siendo esta muy importante para futuros accionistas.

5.1.3 SALIDA DEL MAB

La sociedad Zinkia, mediante acuerdos alcanzados el 27 noviembre de 2018 en Junta General Extraordinaria de accionista adopta la exclusión de negociación de sus acciones en el MAB.

Esta decisión viene dada ante la falta de liquidez obtenida por la empresa en el MAB durante los últimos 6 meses (abril 2018: 2.797 acciones; mayo 2018: 4.068 acciones; junio 2018: 1.211 acciones; julio 2018: 1.132 acciones; agosto 2018: 213 acciones; septiembre 2018: 368 acciones). Además, se debe también, al pequeño porcentaje que representan los

socios minoritarios en la empresa tras la última ampliación realizada en el año 2017 (19,17% del capital social).

En su salida del MAB, la empresa deberá remunerar a aquellos accionistas que hayan votado en contra de la exclusión a cotización de estos valores en el MAB. En este contexto, el precio de recompra de acciones que se considera adecuado es de 0,57€/acción, importe que cumple con lo dispuesto por el RD 1066/2007.

5.2. AGILE CONTENT

El motivo de llevar a cabo el análisis de la empresa Agile Content se debe al importante crecimiento experimentado por esta empresa desde su constitución en el año 2009. A través de este análisis se trata de analizar el papel que ha tenido en el crecimiento de la empresa la financiación obtenida a través del MAB. Además, como veremos más adelante, la entrada a cotización de Agile a este mercado coincide con la entrada al capital social de la empresa de un amplio abanico de socios.

5.2.1. INCORPORACIÓN DE LA EMPRESA AL MAB:

Desde su constitución en el año 2009, “Agile Content, S.A” presenta un modelo de negocio que se encuentra en constante crecimiento debido a la alta competitividad del mercado de gestión del contenido y big data en el que opera. En este contexto, la sociedad “Agile Content, S.L.” es una empresa proveedora de tecnología que proporciona a las empresas editoriales y grandes marcas herramientas para ser altamente eficientes en la publicación, distribución y monetización de sus contenidos y audiencias (Agile Content, 2019).

Las principales razones que llevaron a la empresa a solicitar su incorporación al MAB fueron la captación de recursos propios con los que poder llevar la compraventa de diferentes empresas, claves para su crecimiento, y mejorar las relaciones con clientes, proveedores y organismos públicos gracias a las ventajas ya mencionadas que reporta el pertenecer a un mercado regulado. Además, otro de los motivos que llevaron a la empresa se debe a que a finales de julio de 2015 se llevó a cabo una ampliación de capital, a través del cual se incorporaron 80 nuevos accionistas, es decir, la distribución accionarial aumentó considerablemente. Por tanto, mediante la incorporación al MAB se buscaba dotar de una mayor liquidez a los títulos de la empresa. Por otra

parte, el incorporarse a cotización a este mercado aporta notoriedad e imagen a la compañía, lo cual hace llegar a un público más amplio y el pertenecer a un mercado facilita la relación con estos nuevos accionistas, por ejemplo, ofreciendo liquidez a los títulos.

Es por ello por lo que en noviembre del año 2015 "Agile Content, S.L." solicitó su incorporación al MAB. En el momento de incorporación al MAB, el capital social de la empresa era de 898.973,9 € el cual se encontraba dividido en 8.989.739 acciones de un valor nominal de 0,1 € cada una.

Para su salida a este mercado se solicitó la incorporación a cotización del 100% del capital social de la compañía, sin la intención de llevar a cabo ninguna venta de acciones nuevas o ya existentes, debido a que el capital social de la empresa ya contaba con una amplia distribución accionarial. Estas acciones conferían a todos los socios los mismos derechos políticos y económicos (derecho al reparto de dividendos, derecho de suscripción preferente, derechos políticos y de información).

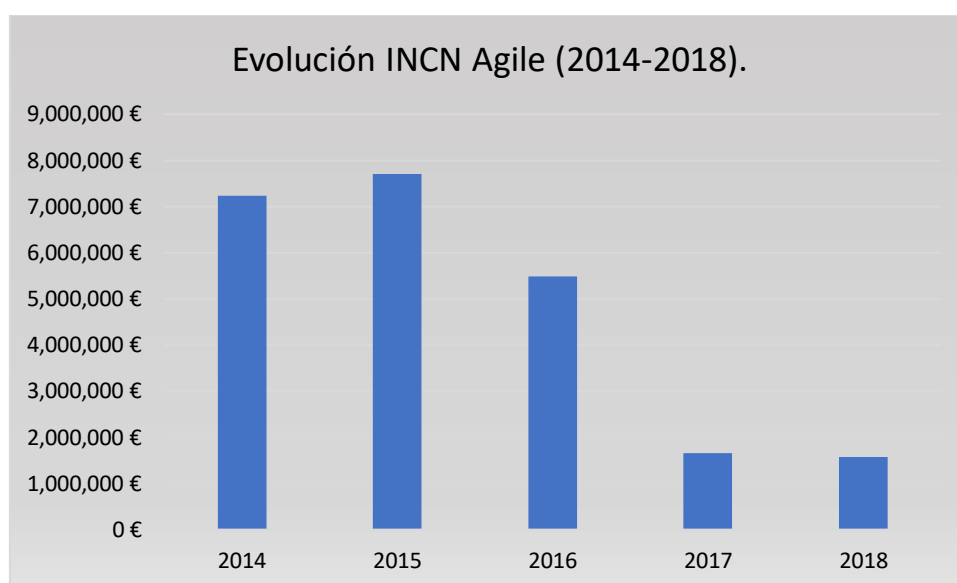
Tras la emisión y aprobación del documento informativo de incorporación al MAB, el 18 de noviembre de 2015 la empresa "Agile Content, S.A" pasó a incorporarse al MAB para empresas en expansión, incurriendo en unos gastos totales de incorporación que ascendían a 229.712,32 €.

Además, tal y como ya comentamos toda empresa que solicite su incorporación al MAB deberá nombrar a un proveedor de liquidez y un asesor registrado. Es por ello, que "Agile Content, S.A." firmó un contrato de liquidez con "Banco Inversis, S.A" a través del cual se dotaba al mismo de 300.000 € y 160.428 acciones con la finalidad de que este adoptase posiciones vendedoras y compradores en los casos en que fuese necesario. El proveedor de liquidez deberá actuar de forma independiente y sin recibir instrucciones por parte de la compañía ni del asesor registrado. Por otra parte, el 2 de junio de 2015 "Agile Content, S.A" designó a la empresa "Norgestión, S.A" como asesor registrado, tal y como exige este mercado, facilitándole su incorporación al mismo.

5.2.2. EVOLUCIÓN A TRAVÉS DEL MAB:

En primer lugar, vamos a llevar a cabo un análisis de la cifra de negocios de Agile desde su incorporación al MAB, para conocer su evolución a través de dicho mercado.

Gráfico 37: evolución INCN de Agile (2014-2018).



Fuente: elaboración propia según datos Agile.

Si observamos el gráfico superior vemos que desde la incorporación de Agile al MAB en el año 2015, la cifra de negocios ha caído, siendo esta caída especialmente importante en el año 2017, lo cual se debe al cambio de negocio realizado en este año, abandonando líneas de negocio menos rentables como la venta de *streaming* de vídeo. La nueva línea de negocio se enfoca hacia negocios más puros de software que permitan tener mejores márgenes. A pesar de esta disminución del volumen de negocio ya comentada, el margen bruto y el EBITDA han mejorado.

A continuación, vamos a exponer diferentes hechos relevantes experimentados por Agile desde su incorporación al MAB, que nos permitirán ponernos en contexto para explicar las ampliaciones realizadas a través del MAB. Siguiendo la línea de crecimiento empresarial que venía experimentando Agile y que le ha permitido entre otras cosas su incorporación a este mercado, el 9 de mayo de 2016 se acuerda la adquisición del negocio "Over-The-Top Networks" a UUX Holding Company LTD", en adelante OTTN. Para llevar a cabo esta adquisición, se acuerda llevar a cabo una ampliación de capital (ampliación de capital julio 2016) que explicaremos más adelante. Tras esta ampliación de capital, OTTN pasa a ser el segundo accionista con mayor participación en el capital de la empresa, por detrás de Knowkers. Además, con esta adquisición se produce la incorporación de un representante de OTTN al Consejo de Administración de Agile.

Desde que Agile Content, S.A se incorporase al MAB empresas en expansión en el año 2015 el número de ampliaciones de capital realizadas través de este mercado han sido tres: dos en el año 2016 y una en el año actual.

5.2.2.1. Ampliación de capital julio 2016:

El 9 de mayo de 2016, la empresa "Agile Content, S.A." adquiere la compañía "OVER THE TOP NETWORKS, S.A" la cual es propietaria a su vez de otras dos compañías, por lo que pasa a hacerse con el control del 100% del capital social de estas tres. De ahora en adelante nos referiremos a estas tres compañías como OTTN.

La actividad desarrollada por OTTN es el desarrollo de plataformas tecnológicas para televisión de pago, ofreciendo servicios como vídeo a la carta, un servicio cada vez más demandado por el público.

La adquisición de OTTN por parte de Agile permite ofrecer soluciones de optimización y segmentación publicitaria en televisión (Documento de ampliación reducido, Julio 2016).

La adquisición de OTTN por parte de Agile supuso un coste de 7.930.000 \$ más una parte variable, el cual fue pagado de diferentes formas. En primer lugar, se hizo un desembolso de efectivo por una cantidad de 5.000.000 \$, de los cuales 3.500.000 \$ se realizaron al contado y los 1.500.000 \$ restantes se materializaron en un pagaré con vencimiento 1 de julio de 2017. Sin embargo, más adelante se renegoció esta deuda y se acordó entrega de acciones de la compañía, reduciéndose la deuda a 620.000 \$ en lugar de los 1,5 millones de dólares iniciales. La parte variable en función del EBITDA obtenido por OTTN el año siguiente se materializó mediante la entrega de acciones de la compañía al igual que los 620.000 \$ pendientes de pagar. Esta entrega de acciones se realizó mediante un préstamo de acciones concedido por la empresa Knowers cuyo plazo máximo de devolución era de 3 años.

La restante cantidad del precio de adquisición, es decir, los 2.930.000\$ dólares restantes se llevaron con posterioridad a la fecha de adquisición mediante la entrega de acciones. Esta entrega de acciones provino de una ampliación de capital por compensación del derecho derivado de del pago aplazado de esta cantidad.

Una vez hemos explicado el motivo de la realización de esta ampliación de capital, vamos a realizar un estudio de esta.

Esta ampliación de capital llevada a cabo para la adquisición de OTTN fue aprobada por la Junta General Ordinaria el 28 de junio de 2016 y publicada el día siguiente.

Esta ampliación de capital consistió en la emisión de 1.469.956 acciones, con un precio de emisión sobre la par de 1.784793109 €. Por tanto, el precio de emisión de estas nuevas acciones se dividía en 0,1 € de valor nominal y 1.684793109 € de prima de emisión. Tras esta ampliación, el capital social de la compañía pasó a ser de 1.045.969,5 €, además las reservas de la empresa aumentaron en 1.153.611,34 €, siendo el importe efectivo de la ampliación de 2.623.567,34 €. De esta manera esta ampliación, permitía compensar la deuda de 2.930.000 \$ que se tenía con OTTN.

5.2.2.2. Ampliación de capital noviembre 2016:

El 21 de septiembre de 2016 la empresa “Agile Content, S.A.” tras aprobación en Junta General Ordinaria lleva a cabo una ampliación de capital con aportaciones dinerarias por valor de 4.584.765,7 €. El motivo principal de esta ampliación es financiar una parte del precio de adquisición de la empresa “ADMAN INTERACTIVE, S.L.”. La cantidad destinada a financiar esta actividad será de 2.500.000 € a desembolsar en el momento de publicación de la adquisición.

“ADMAN INTERACTIVE, S.L.” es una empresa de origen español dedicada a la maximización de los ingresos de publicidad de los medios de comunicación, asentada en el mercado hispanoamericano y sur de Europa.

Por otra parte, el restante de la ampliación de capital sería destinado a mejorar la interoperabilidad de los distintos productos de AGILE, OTTN y ADMAN, además de a fortalecer el equipo comercial internacional y mejora del posicionamiento de la compañía.

Esta ampliación con aportaciones dinerarias se llevó a cabo mediante la emisión de 2.696.921 acciones nuevas a un precio de emisión de 1,7 € por acción dividido en 0,1 € de valor nominal y 1,6 € de prima de emisión. De esta manera, el capital social de la compañía alcanzó el importe de 1.315.661,6 € y las reservas de la empresa se aumentaron en 4.515.173,6 €.

5.2.2.3. Ampliación de capital marzo 2019:

El 22 de junio de 2018 se aprueba llevar a cabo una ampliación de capital por compensación de créditos, debido a tres a contratos de préstamos concedidos por la sociedad Knowkers, los cuales tuvieron diferentes finalidades. El primer contrato de préstamo de acciones se aprobó en el año 2015 y su finalidad era dotar al proveedor de liquidez de acciones para ello Knowkers cedió a favor de Agile 160.428 acciones (1,78% del capital social de Agile en ese momento). Debido a esta cesión de acciones, Agile debe restituir a Knowers con 205.211 acciones que se corresponden con el 1,78% del capital de Agile.

En segundo lugar, en el año 2017 Knowkers cede 868.124 acciones de Agile, con la finalidad de hacer frente a determinados pagos de la compra de OTTN por parte de la compañía (parte variable del coste de adquisición y 620.000\$ materializados en acciones). A cambio de esta cesión, Agile debe restituir a Knowers con 868.110 acciones, la parte proporcional al capital social de la compañía en ese momento.

Finalmente, en el año 2018 se renegocian las condiciones de vencimiento de estos dos préstamos y, además, se concede un nuevo préstamo de 625.000 acciones con el objetivo de dotar a Agile de acciones en autocartera y así mantener la sostenibilidad económica de la sociedad y captar recursos que le permitan desarrollar futuros proyectos.

Estos tres prestamos de acciones descritos fueron restituidos mediante la entrega de acciones por parte de la compañía. Para ello se llevó a cabo una ampliación de capital por compensación de créditos y, por tanto, sin derecho de suscripción preferente, emitiéndose un total 1.698.321 acciones nuevas a un precio de emisión de 1,6€, siendo la prima de emisión de 1,5€, y ascendiendo el importe efectivo de la operación a 2.717.313,6 €. De esta manera se devolvía a Knowkers los tres prestamos de acciones suscritos.

5.3 ANÁLISIS PATRIMONIAL DEL EFECTO DE LAS AMPLIACIONES DE CAPITAL REALIZADAS

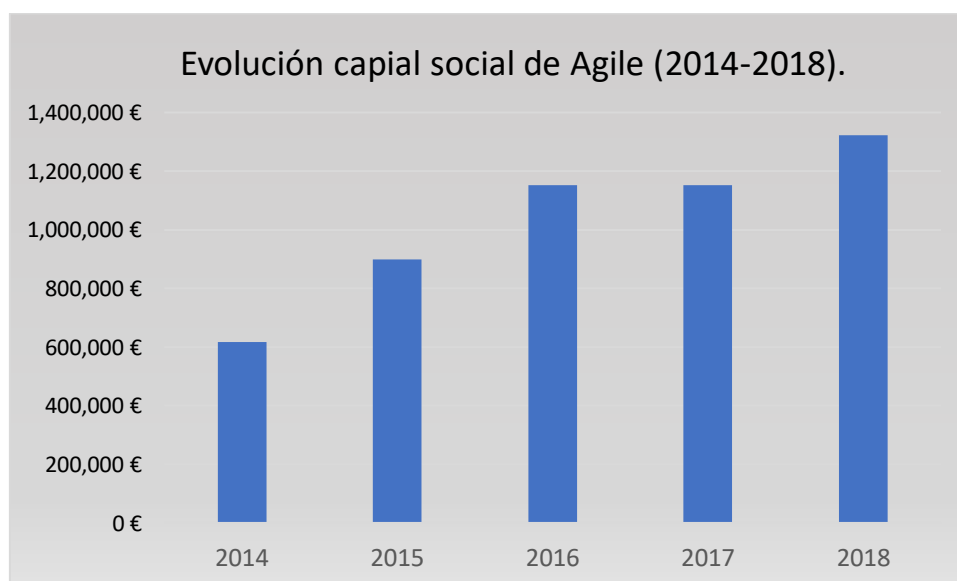
El análisis que vamos a realizar de esta compañía va a comprender desde el año 2014, un año antes de su incorporación al MAB, hasta el año 2018 ya que es el último año sobre el que existen las cuentas anuales

individuales de la sociedad. En este análisis nos vamos a centrar fundamentalmente en hechos relacionados con la estructura financiera de la sociedad.

Para la elaboración de este análisis hemos tomado los informes anuales de esta empresa correspondientes a los años 2015, 2016, 2017 y 2018.

Como hemos comentado el número de ampliaciones realizadas por la sociedad ha sido numeroso desde su constitución en el año 2007, fruto de ello el capital social de la empresa ha aumentado considerablemente pasando de ser de 3.100€ en el momento de su constitución a 615.979€ en el año 2014, un año antes de su incorporación al MAB. Con la entrada de Agile a este mercado la empresa siguió haciendo ampliaciones las cuales gracias al MAB fueron mucho más fáciles de llevar a cabo debido a un mayor acceso por parte del público y debido a las facilidades que aporta un mercado. De esta manera el capital de la empresa en el año 2018 era 1.322.700,9€. Estas ampliaciones junto con la operación de split llevadas cabo por la sociedad se tradujeron en una diversificación de la estructura accionarial, pasando de ser Mónica Rayo la propietaria única en el momento de su constitución a existir 89 accionistas minoritarios y mayoritarios a fecha 31 de julio de 2015, unos meses antes de la incorporación al MAB. De estos 89 accionistas sólo dos presentaban una participación mayor al 10%: Knowkers (40,37%) e Inveready (15,7%).

Gráfico 38: evolución del capital social de Agile (2014-2018).



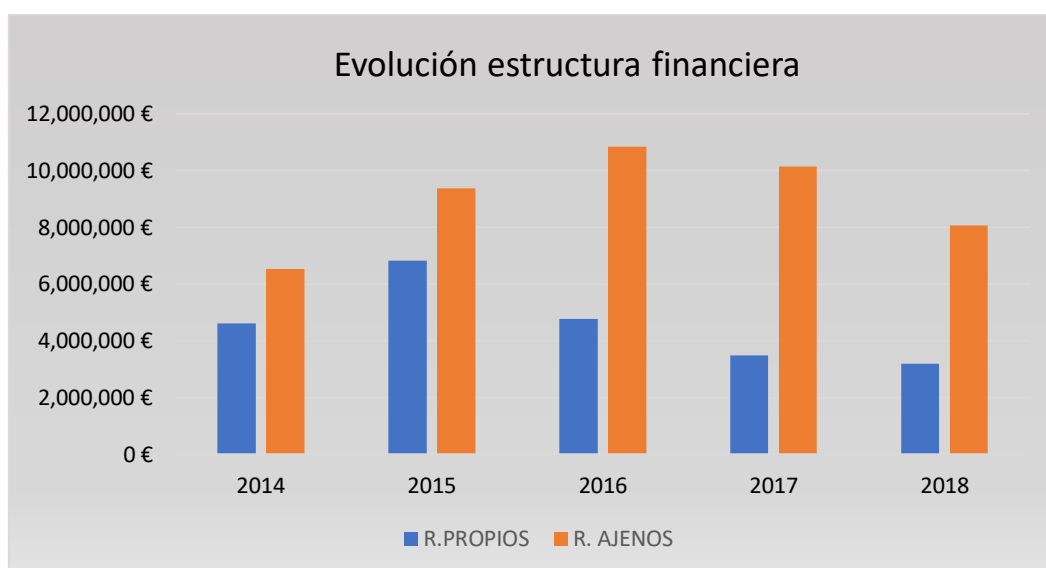
Fuente: elaboración propia según datos de Bolsas y Mercados españoles.

Como se ve en el gráfico adjunto, el capital social de la empresa ha aumentado notablemente a consecuencia de la importancia que han tenido las ampliaciones de capital en el crecimiento de la compañía.

A consecuencia de estas ampliaciones y dado que todas ellas han sido realizadas sobre la par, la prima de emisión de la empresa ha aumentado también notablemente, pasando de ser 3.489.637,09€ en el año 2014 a 15.233.088,86€ en el 2018.

Sin embargo, a pesar de producirse este aumento del capital social de la compañía, con la incorporación de la compañía al MAB se produce una descapitalización de esta.

Gráfico 39: evolución estructura financiera de Agile (2014-2018).



Fuente: elaboración propia según datos de Agile Content.

Desde el año 2014 la financiación vía recursos ajenos siempre ha sido superior a la vía recursos propios. A pesar de ello, en los años 2014 y 2015 Agile presenta un equilibrio financiero, sin embargo, a partir del año 2016, coincidiendo con la incorporación de Agile al MAB, esta diferencia entre financiación propia y ajena aumenta produciéndose una descapitalización de la compañía. Es en el año 2017 cuando la empresa muestra una mayor descapitalización, siendo la proporción de recursos propios y ajenos de 24,5% y 75,5% respectivamente.

Esta descapitalización de la compañía de la que venimos hablando, aparece a partir del año 2016, año en el que la financiación total de la empresa cae, a pesar de las ampliaciones realizadas en este año. Esta

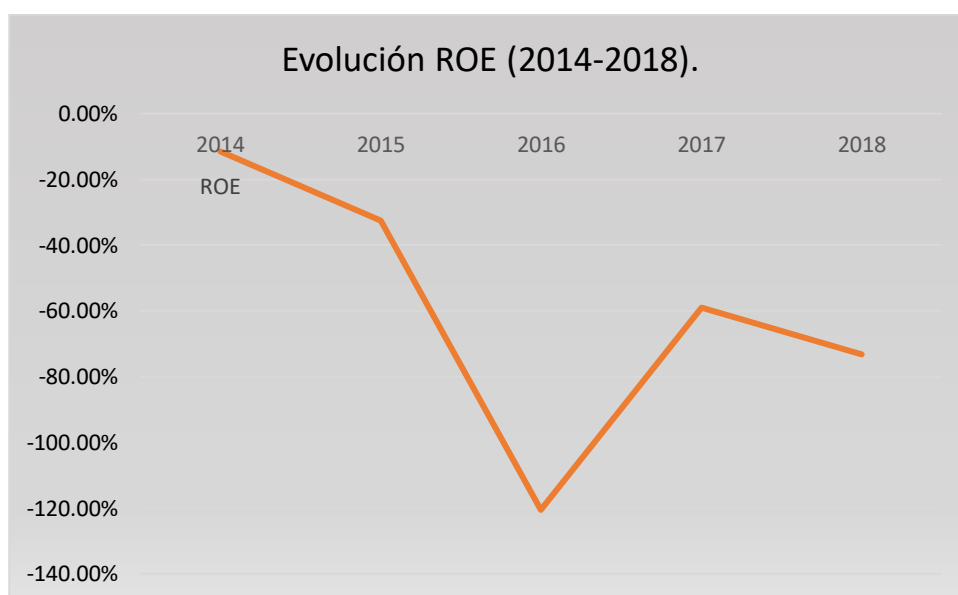
descapitalización de la empresa se produce debido a una mayor caída de la financiación propia respecto a la ajena. Esta fuerte caída del patrimonio de la empresa se debe al resultado negativo que viene generando la sociedad, el cual se explica por ser una empresa que se encuentra en una fase de crecimiento e inversión, además de por haber realizado ajustes contables extraordinarios por la depreciación de fondos de comercio y de otros activos intangibles.

En el año siguiente, la descapitalización de la empresa se acentúa debido a que el patrimonio neto de la empresa sigue cayendo. El patrimonio neto de la empresa cae durante este año también debido al resultado del ejercicio negativo que presenta la sociedad a consecuencia del deterioro de la deuda con la sociedad del grupo *Agile Contents Brazil Desenvolvimento de Software Ltda.* y parte del crédito que mantiene con *Enreach Solutions Oy*. Si no tuviésemos en cuenta estos dos deterioros el resultado de la empresa para el año 2017 mejoraría sensiblemente.

Por último, en el año 2018 se produjo una ligera capitalización de la empresa a consecuencia de una fuerte caída de la deuda a largo plazo que se había visto incrementada durante el ejercicio anterior.

A través del siguiente gráfico se pretende analizar como ha variado la rentabilidad financiera con la variación de la estructura financiera de la empresa ya comentada.

Gráfico 40: evolución ROE (2014-2018).

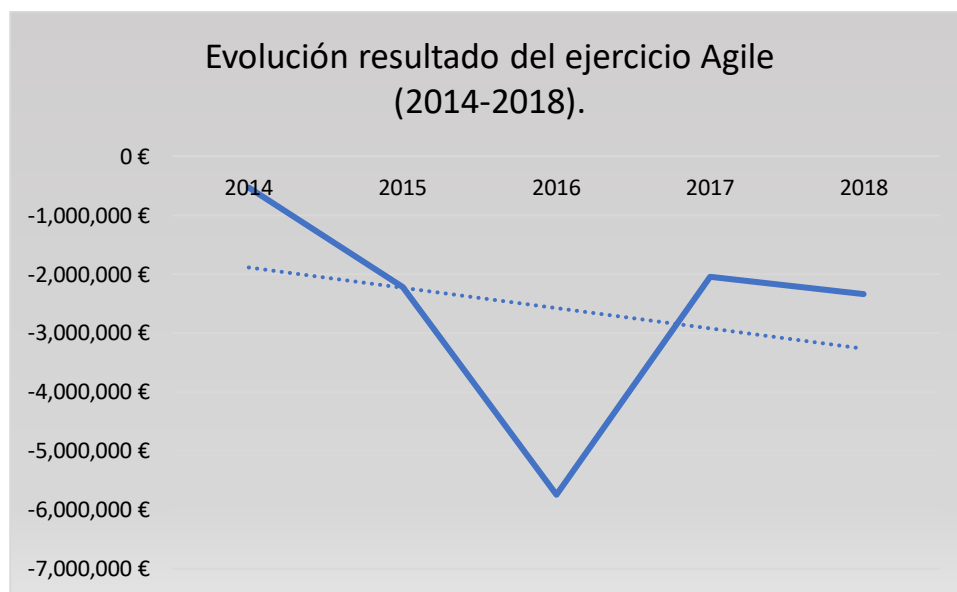


Fuente: elaboración propia según datos Agile Content.

Si observamos la evolución de la rentabilidad financiera de Agile, esta es claramente descendente, siendo negativa durante todos los años en los que la empresa pertenece al MAB. El motivo por el que estas rentabilidades financieras son negativas se debe a que durante todos los años analizados el resultado del ejercicio obtenido ha sido negativo, siendo la evolución de este también negativa, tal y como veremos en el gráfico 39.

Observando el gráfico vemos que la rentabilidad obtenida en el año 2016 experimenta una fuerte caída, 228% respecto al año anterior. La fuerte caída de la rentabilidad financiera en ese año se debe a una fuerte caída del resultado del ejercicio en el año 2016, situándose -5.744.531,27€, mientras que en los restantes años se sitúa alrededor de los 2.000.000€. Esta caída del año 2016 supone que el resultado del ejercicio de Agile caiga un 159% respecto al año 2014. Esta evolución del resultado del ejercicio de la empresa se puede ver a través del siguiente gráfico.

Gráfico 41: evolución del resultado del ejercicio Agile (2014-2018).



Fuente: elaboración propia según datos Agile Content.

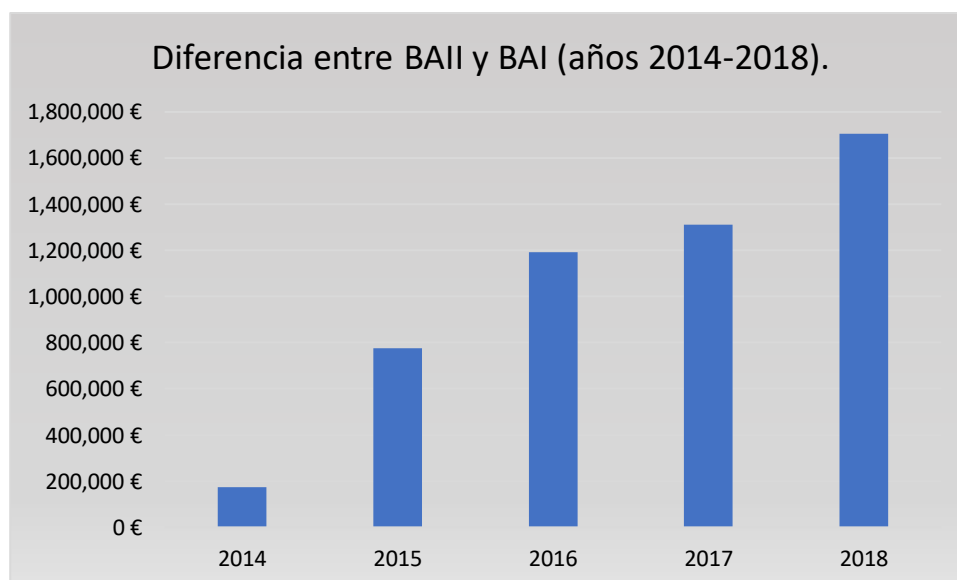
Si observamos el gráfico 39 y 38 de forma conjunta, vemos que su evolución es idéntica. Esto explica que las rentabilidades financieras obtenidas por la empresa sean negativas y cada vez menores. El hecho por el que el resultado del ejercicio cae durante todos los años tiene su explicación, y es que como vimos en el gráfico 37 la empresa se descapitaliza año a año. Por otra parte, podemos ver que durante el último año la caída del resultado del ejercicio y la rentabilidad financiera

ha sido menor, lo que se debe a que en ese año se produce una disminución de la financiación ajena de la empresa, y con ella, de los gastos financieros.

Además, dado que las rentabilidades financieras son negativas y disminuyen, podemos afirmar que la financiación ajena no mejora la rentabilidad de esta.

El gráfico adjunto muestra la carga financiera soportada por la empresa, siendo la que causa la fuerte caída del resultado del ejercicio de la sociedad y, por tanto, que las rentabilidades financieras sean negativas.

Gráfico 42: diferencia entre el BAII y BAI de Agile (2014-2018).



Fuente: elaboración propia según datos Zinkia.

Si observamos el gráfico adjunto vemos lo comentado de que los gastos financieros soportados por la sociedad aumentan año tras año, a consecuencia de un aumento de la financiación ajena. Este aumento de los gastos financieros soportados por la compañía, hacen que el resultado del ejercicio también caiga como ya vimos, cayendo también la rentabilidad financiera de todos los años.

Por tanto, podemos concluir que desde la incorporación de Agile al MAB se ha producido una descapitalización de la compañía, viéndose perjudicada la rentabilidad financiera, muy importante para los futuros accionistas.

CAPÍTULO 6: CONCLUSIONES

A través del presente trabajo fin de grado se ha pretendido estudiar las estrategias de financiación de las pymes en los últimos años, coincidiendo con periodos de recesión y recuperación económica, así como la forma de obtener financiación en el mercado financiero MAB.

Algunas de las conclusiones más significativas que hemos podido extraer con este trabajo se sintetizan de forma separada a continuación.

- ✚ España es un país predominado por pymes, las cuales representan alrededor del 99% del tejido empresarial español, siendo las más numerosas las microempresas y los autónomos con y sin asalariados. Sin embargo, son las medianas y pequeñas empresas las que mayor repercusión tienen en nuestra economía, en términos de creación de empleo y contribución al PIB.
- ✚ El tipo de financiación empleada por las pyme ha sido tradicionalmente bancaria, sin embargo, con el estallido de la crisis económica del 2008 se produce una restricción a esta fuente de financiación, siendo las empresas más perjudicadas las de menor tamaño, pymes.
- ✚ Hasta el año 2008 y debido a la buena situación del momento, el número de empresas se encontraba en constante crecimiento, sin embargo, a partir de ese año el número de empresas cae drásticamente y con él, el empleo y el PIB, que no volverán a aumentar hasta el año 2012.
- ✚ Con el estallido de la crisis económica del 2008 y debido a la inestabilidad del momento las empresas y, especialmente las Pyme, deben buscar nuevas alternativas de financiación. Estas alternativas pueden ser vía mercado o a través de nuevas entidades de financiación como pueden ser las sociedades de capital riesgo o de garantía recíproca.
- ✚ Las facilidades de acceso a información financiera de las empresas, condiciona mucho su acceso a la financiación bancaria.
- ✚ Las ampliaciones de capital constituyen una fuente de financiación propia, existiendo diferentes procedimientos para llevarlas a cabo. Esta fuente de financiación ha tenido un peso muy reducido en las pymes a lo largo de los años.
- ✚ Toda empresa debe realizar una buena gestión de sus recursos, buscando un equilibrio entre recursos propios y ajenos.
- ✚ El MAB es un mercado financiero como la Bolsa creado el 21 de febrero de 2006, pero enfocado a empresas de menor tamaño ya

que se ajusta las características de estas permitiéndoles su acceso y crecimiento a través de este.

- ✚ Una de las causas de la elevada captación de fondos vía crédito bancario ha sido la dificultad de acceso que han tenido estas empresas a los mercados financieros.
- ✚ El riesgo de invertir en empresas pertenecientes al MAB es mayor que la inversión en empresas pertenecientes a la Bolsa ya que se trata de empresas de menor tamaño y, por tanto, presentan una mayor inestabilidad.
- ✚ La contratación de los distintos valores es similar a la de otros mercado y se realizada a través del SIBE.
- ✚ Todas las empresas pertenecientes al MAB se caracterizan por presentar proyectos de expansión atractivos y un crecimiento sostenible. El MAB a su vez se divide o compone por 5 segmentos diferentes en los que se encuentran clasificadas las diferentes empresas que componen este mercado según sus características. El segmento de sociedades de inversión de capital variable representa el 95,61% del total de este mercado.
- ✚ Desde la primera incorporación de una empresa al segmento de empresas en expansión en el año 2009 su crecimiento ha sido notable pasando de 12 empresas en el año 2010 a 41 en el 2019, además, los recursos obtenidos por empresas en expansión han pasado de 63.200.000€ en el año 2010 a 748.280.000€ en el año 2019, es decir, se ha producido un incremento del 1183%.
- ✚ Las empresas que conforman el segmento de empresas en expansión pertenecen mayoritariamente a los sectores de las tecnologías y telecomunicaciones y al de servicios de consumo, dos sectores en auge y atractivos tal y como requiere dicho mercado.
- ✚ Pertener al MAB confiere muchas ventajas a las empresas al igual que ocurre al participar en otros mercados. Además de facilitar la captación de recursos propios el MAB aporta notoriedad, prestigio e imagen de marca facilitando la actividad y crecimiento empresarial. Además, la cotización de sus valores facilita la toma de decisiones por parte de los directivos. Otra de las ventajas de pertenecer a este mercado es que aporta liquidez a la empresa, operación facilitada por los proveedores de liquidez.
- ✚ Una causa del reducido crecimiento del MAB para empresas en expansión, son las características necesarias para incorporarse al MAB. Por ejemplo, se valora presentar un proyecto de negocio contrastado, así como la presencia o vocación internacional.
- ✚ A través del análisis de la empresa Zinkia, podemos concluir que una de las causas de que el MAB no haya experimentado el

crecimiento esperado ha sido la falta de liquidez aportada por este mercado.

- ✚ El hecho de llevar a cabo una ampliación de capital a través del MAB, confiere unas probabilidades de éxito mayores a este tipo de operaciones. Por ejemplo, a través del análisis de las ampliaciones realizadas por Zinkia y Agile, el importe de estas aumenta con su entrada al MAB.

BIBLIOGRAFÍA

- ✚ Agile Content. *Adquisición del negocio Over-The-Top-Networks a UUX Holding Company Ltd.* <http://www.agilecontent.com/documents/es/AGIL-HR-UUX_ES_v1.pdf> [Consulta: 23 de mayo].
- ✚ Agile Content. *Anuncio de aumento de capital en el BORME.* <http://www.agilecontent.com/documents/es/facts/AGILE_HR_20161115.pdf> [Consulta: 24 de mayo].
- ✚ Agile Content. *Cierre operación OTTN Networks.* <https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/HechosRelev/2017/07/05102_HRelev_20170714.pdf> [Consulta: 23 de mayo].
- ✚ Agile Content. *Documento informativo de incorporación al MAB (2015).* <<http://www.agilecontent.com/documents/es/DIIM-AGILE-VF.pdf>> [Consulta: 23 de mayo].
- ✚ Agile Content. *Gastos incurridos incorporación al MAB.* <<http://www.agilecontent.com/documents/es/Agile-Content-HR-Costes-salida%20MAB.pdf>> [Consulta: 23 de mayo].
- ✚ Agile Content. *Información financiera ejercicio 2018.* <https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/InfFinanciera/2019/04/05102_InfFinan_20190429_1.pdf> [Consulta: 29 de mayo].
- ✚ Agile Content. *Informe ampliación de capital por compensación de créditos.* <<http://www.agilecontent.com/documents/es/facts/Informe->

- [Ampliación de Capital por Compensación de Créditos.pdf](#)> [Consulta: 24 de mayo].
- ✚ Agile Content. *Informe anual 2015.* < <http://www.agilecontent.com/documents/es/AGILE-HR-CCAA2015.28-abr-2016.pdf>> [Consulta: 23 de mayo].
 - ✚ Agile Content. *Informe anual 2016.* < https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/InfFinanciera/2017/04/05102_InfFinan_20170428.pdf> [Consulta: 28 de mayo].
 - ✚ Agile Content. *Informe anual 2017.* < https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/InfFinanciera/2018/04/05102_InfFinan_20180409.pdf> [Consulta: 28 de mayo].
 - ✚ Agile Content. *Nuevas participaciones significativas por ampliación de capital.* < <http://www.agilecontent.com/documents/es/facts/AGILE-HR-Nuevas-participaciones-significativas-29-07-16.pdf>> [Consulta: 24 de mayo].
 - ✚ Agile Content. *Participaciones significativas a 30 de junio de 2016.* < <http://www.agilecontent.com/documents/es/facts/HR-AGILE-Participaciones-significativas-30-06-2016.pdf>> [Consulta: 23 de mayo].
 - ✚ Agile Content. *Participaciones significativas a 30 de junio de 2017.* < https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/HechosRelev/2017/07/05102_HRelev_20170712.pdf> [Consulta: 23 de mayo].
 - ✚ Agile Content. *Participaciones significativas a 30 de junio de 2018.* < https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/HechosRelev/2018/07/05102_HRelev_20180706.pdf> [Consulta: 24 de mayo].
 - ✚ Agile Content. *Participaciones significativas a 31 de diciembre de 2015.* < <http://www.agilecontent.com/documents/es/Agile-Content-HR-Participaciones-significativas-20151231.pdf>> [Consulta: 23 de mayo].

- ✚ Agile Content. *Participaciones significativas a 31 de diciembre de 2016.* <
http://www.agilecontent.com/documents/es/facts/AGILE_HR_20170110.pdf> [Consulta: 23 de mayo].

- ✚ Agile Content. *Participaciones significativas a 31 de diciembre de 2018.* <
https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/HechosRelev/2019/01/05102_HRelev_20190108.pdf> [Consulta: 25 de mayo].

- ✚ Agile Content. *Resultado de la ampliación de capital de AGILE CONTENT, S.A.* <
http://www.agilecontent.com/documents/es/facts/AGILE_HR_20170101.pdf> [Consulta:26 de mayo].

- ✚ Arce, O., López, E y Sanjuán, L. (2011). "El acceso de las pymes con potencial de crecimiento a los mercados de capitales" en *Comisión Nacional del Mercado de Valores, Documento de trabajo N.º. 52.* <
<https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/N52.pdf>> [Consulta 23 de abril de 2019].

- ✚ Bellod, J. (2015). "Plan E: La estrategia keynesiana frente a la crisis en España" en *Revista de Economía Crítica*, nº20, p. 4-22. <
http://revistaeconomiacritica.org/sites/default/files/Bellod_PlanE-La-estrategia-keynesiana.pdf> [Consulta: 23 de marzo de 2019].

- ✚ BLOG BANKINTER. *España vs. Europa: ¿Cómo ha evolucionado la financiación tras la crisis?* <
<https://blog.bankinter.com/economia/-/noticia/2017/9/28/evolucion-financiacion-espana-europa-trimestre-2017-graficos>> [Consulta: 17 de marzo de 2019].

- ✚ Bolsas y Mercados Españoles. *¿Cómo incorporarse?* <
https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_ComIncorporarse.aspx> [Consulta: 22 de abril de 2019].

- ✚ Bolsas y Mercados Españoles. *Documento de ampliación reducido para el mercado alternativo bursátil, segmento para empresas en expansión* ("MAB-EE"). Julio 2016 <<https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Otros/2016/07/05102_Folleto_20160729.pdf> [Consulta: 25 de mayo].

- ✚ Bolsas y Mercados Españoles. *Documento de ampliación reducido para el mercado alternativo bursátil, segmento para empresas en expansión* ("MAB-EE"). Noviembre 2016 <<https://www.bolsasymercados.es/mab/documentos/Otros/2016/11/05102_Folleto_20161111.pdf> [Consulta: 25 de mayo].

- ✚ Bolsas y Mercados Españoles. *El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): el Mercado de las Pymes* <<<https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/estrategias%20de%20inversionjunio%202008.pdf>> [Consulta: 12 de abril de 2019].

- ✚ Bolsas y Mercados españoles. *Inversor MAB* <<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_Inversor.aspx> [Consulta: 25 de abril de 2019].

- ✚ Bolsas y Mercados Españoles. *Listado cotizadas.* <<<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/EE/Listado.aspx>> [Consulta: 15 de mayo de 2019].

- ✚ Bolsas y Mercados españoles. *¿Qué es el MAB?* <<https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QUEEs.aspx#ss_MaB> [Consulta: 19 de abril de 2019].

- ✚ DIRECCIÓN GENERAL DE INDUSTRIA Y DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA. *¿Qué es la PYME?* < <http://www.ipyme.org/es-ES/DatosPublicaciones/Paginas/DefinicionPYME.aspx>> [Consulta: 11 de marzo de 2019].

- ✚ DIRECCIÓN GENERAL DE INDUSTRIA Y DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA. *Cifras pyme. Datos diciembre 2018.* <
<http://www.ipyme.org/es-ES/ApWeb/EstadisticasPYME/Documents/CifrasPYME-diciembre2018.doc.pdf>> [Consulta: 28 de febrero de 2019].

- ✚ EXPANSIÓN/DATOSMACRO. *Comparar economía países: Zona Euro vs España.*
<<https://datosmacro.expansion.com/paises/comparar/zona-euro/espana?sc=XE15>>. [Consulta: 13 de abril de 2019].

- ✚ Fernández, D. (2016). "La crisis económica española: una gran operación especulativa con grandes consecuencias" en *Instituto de Estudios Internacionales – Universidad de Chile*, p. 119-151.
<<https://revistaei.uchile.cl/index.php/REI/article/view/39883/41453>> [Consulta: 20 de marzo de 2019].

- ✚ Giralt, A., y González J. (2015). "El Mercado Alternativo Bursátil (MAB)". Evolución y perspectivas" en *Bolsas y Mercados Españoles*, p. 78-89.
<https://www.bolsasymercados.es/mab/docs/docsSubidos/Publicaciones/ARTICULO_MAb_Papeles_Economia16.pdf> [Consulta: 30 de abril de 2019].

- ✚ Instituto Nacional de Estadística. *Producto interior bruto a precios de mercado. Variación anual.*
<<https://www.ine.es/consul/serie.do?d=true&nocab&s=CNTR3179&nult=0>> [Consulta: 25 de marzo de 2019].

- ✚ Martí, J. (2016). "Valoración del impacto económico y social de las inversiones de Venture capital realizadas entre 2005 y 2013" en *Asociación española de capital, crecimiento e inversión.*
<<https://www.ascrri.org/wp-content/uploads/2018/09/Informe-Impacto-Venture-Capital.pdf>> [Consulta: 24 de mayo de 2019].

- ✚ Montañez, M., Rubio, A., Ruesta, M., y Ulloa, C. "La financiación de las pymes españolas" en *Información Comercial Española*. Julio-agosto 2015. N.º 885.<
<http://www.revistasice.com/index.php/ICE/article/view/1797/1797>> [Consulta 27 de abril de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Empresas y trabajadores, por tipo y tamaño de empresa.* < http://www.mitramiss.gob.es/estadisticas/ANUARIO2008/EMP/emp_02a_top_HTML.htm> [Consulta: 28 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Empresas y trabajadores, por tipo y tamaño de empresa (Concl.).* < http://www.mitramiss.gob.es/estadisticas/ANUARIO2008/EMP/emp_02b_top_HTML.htm> [Consulta: 28 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Empresas y trabajadores, según dependencia laboral, por sector de actividad, tipo y tamaño de empresa (1).* < http://www.mitramiss.gob.es/estadisticas/ANUARIO2010/EMP/emp_01_top_HTML.htm> [Consulta: 28 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Empresas y trabajadores, según dependencia laboral, por sector de actividad, tipo y tamaño de empresa (1).* < http://www.mitramiss.gob.es/estadisticas/ANUARIO2012/EMP/emp_01_top_HTML.htm> [Consulta: 25 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Empresas, según tengan asalariados o sean Autónomos sin asalariados, por sector y sección de actividad, tipo, tamaño de empresa y comunidad autónoma.* < http://www.mitramiss.gob.es/estadisticas/ANUARIO2013/EMP/emp_01_top_HTML.htm> [Consulta: 25 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Empresas, según tengan asalariados o sean Autónomos sin asalariados, por sector y sección de actividad, tipo, tamaño de empresa y comunidad autónoma.* < <http://www.mitramiss.gob.es/es/estadisticas/anuarios/2014/EMP/EMP.pdf>> [Consulta: 20 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Empresas, según tengan asalariados o sean Autónomos sin asalariados, por sector y sección de actividad, tipo, tamaño de empresa y comunidad autónoma.* <
<http://www.mitramiss.gob.es/es/estadisticas/anuarios/2015/EMP/EMP.pdf>> [Consulta: 19 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Empresas, según tengan asalariados o sean Autónomos sin asalariados, por sector y sección de actividad, tipo, tamaño de empresa y comunidad autónoma.* <
<http://www.mitramiss.gob.es/es/estadisticas/anuarios/2016/EMP/EMP.pdf>> [Consulta: 19 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Empresas, según tengan asalariados o sean autónomos sin asalariados, por sector y sección de actividad, tipo, tamaño de empresa y comunidad autónoma.* <
<http://www.mitramiss.gob.es/es/estadisticas/anuarios/2017/EMP/EMP.pdf>> [Consulta: 25 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Trabajadores en empresas con asalariados, según tipo de contrato y sexo, por sector y sección de actividad, tamaño de empresa y comunidad autónoma (1).* <
http://www.mitramiss.gob.es/estadisticas/ANUARIO2013/EMP/emp_05_top_HTML.htm> [Consulta: 25 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Trabajadores en empresas con asalariados, según tipo de contrato y sexo, por sector y sección de actividad, tamaño de empresa y comunidad autónoma (1).* <
<http://www.mitramiss.gob.es/es/estadisticas/anuarios/2014/EMP/EMP.pdf>> [Consulta: 20 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Trabajadores en empresas con asalariados, según tipo de contrato y sexo, por sector y sección de actividad, tamaño de empresa y comunidad autónoma (1).* <
<http://www.mitramiss.gob.es/es/estadisticas/anuarios/2015/EMP/EMP.pdf>> [Consulta: 20 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Trabajadores en empresas con asalariados, según tipo de contrato y sexo, por sector y sección de actividad, tamaño de empresa y comunidad autónoma* (1). <
<<http://www.mitramiss.gob.es/es/estadisticas/anuarios/2016/EMP/EMP.pdf>> [Consulta: 19 de febrero de 2019].

- ✚ Ministerio de Trabajo, Migraciones y Seguridad Social. *Trabajadores en empresas con asalariados, según tipo de contrato y sexo, por sector y sección de actividad, tamaño de empresa y comunidad autónoma* (1). <
<<http://www.mitramiss.gob.es/es/estadisticas/anuarios/2017/EMP/EMP.pdf>> [Consulta: 25 de febrero de 2019].

- ✚ Piñeiro, J. (2010). "La financiación a las pymes antes y después de la crisis" en *Bolsas y Mercados españoles*, 2º trimestre de 2010. <<https://www.bolsasmercados.es/esp/Estudios-Publicaciones/Documento/4068-La-financiacion-a-las-PYME-antes-y-despu%C3%A9s-de-la-crisis>> [Consulta: 15 de marzo de 2019].

- ✚ Public Data (Google). *PIB per cápita (dólares estadounidenses actuales)*. <https://www.google.com/publicdata/explore?ds=d5bncppjof8f9_&met_y=ny_gdp_pcap_cd&idim=country:ESP:FRA:ITA&hl=es&dl=es#!ctype=l&strail=false&bcs=d&nselm=h&met_y=ny_gdp_pcap_cd&scale_y=lin&ind_y=false&rdim=region&idim=country:ESP:FRA:ITA&fdim=region&tstart=962316000000&tend=1498773600000&hl=es&dl=es&ind=false>. [Consulta: 13 de marzo de 2019].

- ✚ Sainz, J. (2014). "¿Qué es el fixing?" en *Juanst*, 23 de junio. <<https://juanst.com/2014/06/23/que-es-el-fixing/>> [Consulta: 17 de abril de 2019].

- ✚ Sánchez, G. (2018). "Análisis estratégico para el desarrollo de la PYME en España" en *Informe PYME España 2018 FAEDPYME*. <<http://faedpyme.upct.es/sites/default/files/article/83/informefaedpymeespana2018.pdf>> [Consulta: 16 de marzo de 2019].

- ✚ Zinkia Entertainment. *Aprobación de la exclusión de negociación de la totalidad e las acciones en el MAB.* <<https://www.zinkia.com/files/multimedia/name/989/zinkia-20181026-documento-de-exclusion.pdf>>. Consulta [3 de junio de 2019].
- ✚ Zinkia Entertainment. *Información financiera anual 2009.* <https://www.zinkia.com/files/multimedia/name/461/img_513842_informe%20auditoria%202009%20zinkia+ccaa.pdf> [Consulta: 7 de junio 2019].
- ✚ Zinkia Entertainment. *Información financiera anual 2011.* <<https://www.zinkia.com/files/multimedia/name/146/Zinkia%20CCA A%202011.pdf>> [Consulta: 7 de junio 2019].
- ✚ Zinkia Entertainment. *Información financiera anual 2013.* <<https://www.zinkia.com/files/multimedia/name/594/img-25984-znk-mab-y-cnmv-hr-87-ccaa-completas-mab-2013-reducido.pdf>> [Consulta: 7 de junio 2019].
- ✚ Zinkia Entertainment. *Información financiera anual 2015.* <<https://www.zinkia.com/files/multimedia/name/797/informacion-financiera-anual-2015.pdf>> [Consulta: 7 de junio 2019].
- ✚ Zinkia Entertainment. *Información financiera anual 2017.* <<https://www.zinkia.com/files/multimedia/name/972/informacion-financiera-anual-2017.pdf>> [Consulta: 7 de junio 2019].
- ✚ Zinkia Entertainment. *Información financiera anual 2018.* <<https://www.zinkia.com/files/multimedia/name/1009/zinkia-entertainment-ccaa-2018.pdf>> [Consulta: 7 de junio 2019].

ANEXOS

Anexo 1: datos económicos y financieros de Zinkia (2008-2018).

Año	BAII	ACTIVO	BDII	PAT. NETO	ROA	ROE	F. PROPIOS	BDI	APALANCAMIENTO FINANCIERO
2018	138.079,0	15.528.41	557.728,0	8.627.651	0,89%	6,46%	8.495.445	743.039,0	9,84
2017	554.619,0	17.411.98	5.853,00	8.101.376	3,19%	0,07%	7.969.170	28.124,00	0,11
2016	-	15.568.78	-	4.143.291	-4,12%	-24,32%	4.011.085	1.354.687	8,20
2015	-	17.097.86	630.963,0	5.696.774	-17,96%	11,08%	4.909.151	48.615,00	0,06
2014	-	22.448.62	-	5.130.485	-16,85%	-74,72%	4.995.862	-	5,48
2013	828,00 €	23.070.82	1.020.297	8.979.829	0,00%	-11,36%	8.829.261	1.807.652	5704,58
2012	2.109.948	25.479.61	932.131,0	10.145.67	8,28%	9,19%	10.018.70	1.158.550	1,40
2011	113.695,0	17.408.44	130.919,0	8.796.564	0,65%	-1,49%	8.697.021	693.544,0	-12,21
2010	-	15.577.86	-	9.501.287	-17,20%	-24,19%	9.455.324	2.969.460	1,83
2009	1.409.309	18.020.61	1.091.224	11.843.89	-7,82%	-9,21%	11.794.78	1.795.182	1,95
2008	425.885,0	15.264.25	1.623.773	6.920.575	-2,79%	23,46%	6.866.584	789.008,0	4,12

Fuente: elaboración propia según datos Zinkia.

Anexo 2: datos económicos y financieros de Agile Content (2014-2018).

	2014	2015	2016	2017	2018
BAIL	-358.682,74 €	-1.443.574,77 €	-4.553.196,72 €	-740.846,73 €	-632.107,28 €
ACTIVO	11.150.219,71 €	16.212.956,37 €	15.607.809,26 €	13.626.850,72 €	11.252.834,39 €
BDII	-531.840,31 €	-2.219.065,34 €	-5.744.531,27 €	-2.051.098,36 €	-2.338.131,79 €
P. NETO	4.619.836,64 €	6.829.018,10 €	4.764.677,87 €	3.475.394,16 €	3.188.906,58 €
ROA	-3,22%	-8,90%	-29,17%	-5,44%	-5,62%
ROE	-11,51%	-32,49%	-120,56%	-59,02%	-73,32%
F. PROPIOS	4.027.025,76 €	6.385.650,65 €	1.152.868,80 €	3.242.492,28 €	2.943.178,46 €
BDI	-619.814,48 €	-226.142,03 €	-5.674.575,07 €	-2.471.009,54 €	-2.669.344,29 €
APALANCAMIENTO FINANCIERO	4,78	0,40	16,87	14,02	16,15

Fuente: elaboración propia según datos Agile Content.