

# Criterios de selección para formar una cartera de inversión basada en empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)

**Joan Anglada Salarich**

**Nota Técnica ODF**

Número 40  
Abril 2019  
B 21662-2012

**¿El Mercado Alternativo Bursátil ofrece un entorno propicio para la inversión? En este estudio se revisan sus características, el comportamiento de sus compañías cotizadas y analizamos como debemos enfocar la estrategia de búsqueda para seleccionar los valores con mayor potencial de crecimiento.**

## 1. ¿Por qué una búsqueda de criterios para la composición de una cartera de valores del Mercado Alternativo Bursátil?

La pequeña historia del segmento de las empresas en expansión del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) ya ha ofrecido un buen recopilatorio de páginas que reflejan, bajo un pequeño prisma, la historia misma de todas las bolsas. Desde su discreta génesis pasando a la moda de los pequeños valores que cotizaban en este parque. De este boom a la implosión de la burbuja. Y, entonces, vino la discreción.

Para muchos inversores, profesionales incluso, llegó el momento de mirarse las pequeñas empresas del MAB desde el otro lado de la barrera. A pesar de una mayor regulación y otras medidas emprendidas para mejorar la transparencia, hay una desafección de la comunidad inversora. Y esto lo demuestran los datos: un volumen menor de negociación, en términos monetarios, en comparación con los máximos del año 2014.

Con el paso del tiempo se ha alertado del riesgo inherente de esta plaza. En este documento, en lugar de buscar métodos sofisticados que generen confianza para analizar estas compañías, el objetivo es crear un escenario de partida teniendo en cuenta las características del mercado en particular.

## 2. Las características del Mercado Alternativo Bursátil

### 2.1. El volumen de negociación de las empresas del MAB

El MAB atrae poco la atención de la comunidad inversora y así lo demuestra su volumen de negociación; bajo en comparación con otros parques como el Mercado Continuo español (Rovira, 2016). En 2017 un total de 33 empresas cotizaron en el MAB a lo largo de los 252 días hábiles del ejercicio. Durante este tiempo tres compañías se incorporaron, una empresa se trasladó al Mercado Continuo y otros tres valores fueron suspendidos.

La baja liquidez del mercado no es per se un problema. Esto tiene solución con la figura del proveedor de liquidez, que es el encargado de dar contrapartida. En cambio, sí que es un obstáculo, o freno, para que algunos valores incorporen información a su precio. Esta es una de las características que pone en duda las hipótesis de los mercados eficientes (Fama, 1969) y que permite ofrecer una oportunidad a los inversores para batir al mercado.

### 2.2. Hipótesis de los mercados eficientes aplicadas a las empresas del MAB

Un mercado es eficiente si los precios de los activos incorporan –o reflejan– en todo momento toda la información disponible sobre los valores futuros. Las hipótesis de los mercados eficientes indican que la eficiencia es una consecuencia natural de la competencia, la entrada libre en el mercado y el acceso a la información.

Si se comporta de este modo, ningún inversor podría usar los datos pasados, a través del análisis técnico, ni las operaciones a corto plazo de mercado, ni la información fundamental –pública y/o privada– para obtener mayores rentabilidades. Mientras que Fama corroboró que su teoría funcionaba en la mayoría de mercados de capitales, el segmento conocido como small caps era la excepción a su regla.

#### 2.2.1. El conflicto del MAB con la forma semi-fuerte de la hipótesis

La hipótesis de los mercados eficientes contempla que las cotizaciones se ajustan a los nuevos datos vinculados a las operaciones de mercado. Por ejemplo: el repartimiento de dividendos, canje de acciones, ampliaciones de capital o “splits”. Esta característica es la que se conoce como la forma semi-fuerte de la hipótesis.

En el MAB se han ejecutado este mismo tipo de operaciones bursátiles a lo largo de su historia. El impacto, en cambio, ha sido dispar en la cotización de las empresas afectadas.

Dos ejemplos recientes fueron las ampliaciones de Carbures y Eurona Telecom. Coincidiendo con ser las dos empresas con mayor volumen de negociación existentes en el parque alternativo, ambas ejecutaron distintas compensaciones de créditos por capitalización. El resultado de estas operaciones fue la inyección de más títulos al parque.

La teoría indica que el incremento del número de acciones en circulación es compensado por la disminución de la cotización del valor. Tratándose de una mayor base a repartir, hay una dilución de la participación.

Como muestra la tabla 1, el mercado no corrigió esta situación. Por el contrario, la inyección de títulos permitió a Eurona Telecom y Carbures incrementar su capitalización bursátil.

Esta pequeña muestra, en este caso de las empresas con mayor liquidez del MAB, pone en duda cómo los precios reflejan la información, según el nivel semi-fuerte de la hipótesis de eficiencia

Tabla 1. Operaciones ampliación de capital			
<b>Carbures 25/05/2017</b>	<b>Pre-Ampliación</b>	<b>Ampliación</b>	<b>Post-Ampliación</b>
Núm. Acciones	96.872.084	115.043.040	211.915.124
Capitalización	61.029.413 €	55.186.146 €	133.506.528 €
Precio Acción	0,63 € / Acción	0,48 € / Acción	0,63 € / Acción
<b>Eurona (21/07/2017)</b>	<b>Pre-Ampliación</b>	<b>Ampliación</b>	<b>Post-Ampliación</b>
Núm. Acciones	29.327.445	4.199.997	33.527.442
Capitalización	53.962.499 €	6.719.996 €	61.690.493 €
Precio Acción	1,84 € / Acción	1,6 € / Acción	1,84 € / Acción
<b>Eurona (01/12/2017)</b>	<b>Pre-Ampliación</b>	<b>Ampliación</b>	<b>Post-Ampliación</b>
Núm. Acciones	33.527.442	8.646.486	42.173.922
Capitalización	64.037.414 €	13.402.053 €	80.973.930 €
Precio Acción	1,91 € / Acción	1,55 € / Acción	1,92 € / Acción
Fuente: Cálculos obtenidos a partir de los datos publicados por Grupo BME			

### 2.2.2. El conflicto del MAB con la forma fuerte de la hipótesis

Cuando se trata de la incorporación de la información financiera al mercado, estudiada por la forma fuerte de la hipótesis de los mercados eficientes, el MAB también ha demostrado diferir con sus propias normas.

Las empresas en expansión cotizadas en el MAB están obligadas a presentar sus resultados auditados correspondientes al cierre del primer semestre y al cierre de todo el ejercicio. Para ambos, la fecha límite de presentación son cuatro meses posteriores al cierre.

A pesar de que algunas empresas avanzan resultados, la mayoría esperan a la fecha límite para presentar sus cuentas.

Durante este «período de gracia», las cotizadas prosiguen con la publicación de hechos relevantes relacionados con su modelo de negocio, finanzas, estructura corporativa u operaciones de mercado. También es posible que avancen resultados, ofreciendo solo una visión simplificada y ajustada de los auditados que se presentarán más tarde.

Según el principio de entropía en la teoría de la información, un número mayor de datos no hace más comprensible el mensaje (Gleick, 2011). Las noticias nuevas que aparecen no hacen que los datos fundamentales de la compañía sean más consistentes. Todo lo contrario, provoca el aumento de la incertidumbre.

De este modo, los interesados en analizar la evolución de un negocio, basándose en los datos fundamentales, se enfrentan a un *puzzle* formado por mucha información, que hay que filtrar entre relevante e irrelevante y si tiene o no tiene impacto en la evolución del modelo de negocio.

Esta situación pone de nuevo en jaque la premisa de la hipótesis de los mercados eficientes dónde la información fundamental es incorporada gradualmente al precio de los

valores cotizados. Además, crea la posibilidad de que alguien aproveche la información privilegiada para beneficiarse de la posterior rentabilidad de las cotizaciones.

### 3. Problemas del MAB para un perfil de inversor “defensivo”

El perfil «defensivo» para el inversor de bolsa se asigna a aquél que busca un rendimiento mínimo para sus ahorros, garantizándose la máxima seguridad del capital invertido y, a la vez, dedicándole el mínimo esfuerzo y preocupación (Graham, 2009).

Con el objetivo de reducir el riesgo no sistémico, propio de cada empresa, los inversores pueden replicar la evolución de los mercados de capitales mediante la configuración de una lista diversificada de distintas acciones.

En otros mercados bursátiles los inversores acuden a la industria de los fondos para invertir fácilmente en una cesta de los valores más representativos: en vehículos de bajo coste que tienen de referencia un índice como el Ibex-35 español, el FTSE-100 británico o los selectivos Dow Jones Industrial Average y Standard & Poor's 500 en Estados Unidos, para poner algunos ejemplos.

A pesar de contar con otro tipo de inversión como SICAVs (Rovira, 2016), el MAB no cuenta actualmente con fondos que inviertan directamente en una cesta de valores representativa de este parqué. Aún no se ha constituido, ni comercializado, un vehículo de inversión que replique los índices existentes (Ibex MAB 15 e Ibex MAB All Shares), ni un fondo que haga una selección según criterios propios.

#### 3.1. El conflicto del MAB con la forma fuerte de la hipótesis

El Ibex MAB 15 y el Ibex MAB All Shares son dos índices de reciente creación que ofrecen una imagen agregada de la evolución del Mercado Alternativo. Ambos selectivos siguen los mismos criterios de cálculo que otros productos del catálogo del Ibex (Bolsas y Mercado Españoles, 2018).

Ambos índices están compuestos por una cesta de acciones, ponderadas según criterios de capitalización y el capital cautivo de cada compañía. Mientras que el MAB All Shares aglutina todas las compañías del mercado, sin excepción, el Ibex MAB 15 está reservado sólo a 15 empresas. Los criterios de selección de estas 15 compañías están basados en la liquidez de los títulos de cada empresa y su porcentaje de capital cautivo, y se revisan regularmente.

Los selectivos empezaron a cotizar el 1 de junio de 2017. Hasta el 31 de diciembre del mismo año, el Ibex MAB 15 registró una rentabilidad de -1,10 % y el Ibex MAB All Shares un -0,18 %. Bolsas y Mercados también realizó el cálculo a priori de ambos índices: desde el día 1 de enero de 2017 hasta finales de año, una cartera basada en los mismos criterios que el Ibex MAB 15 habría ofrecido una rentabilidad acumulada de un 11,8 %. El Ibex MAB All Shares un 12,54 %.

Tabla 2. Rentabilidades índices			
	Ibex MAB All Shares	Ibex MAB 15	Ibex 35
01/2017 – 12/2017	12,54%	11,8%	7,4%
06/2017 – 12/2017	-0,18%	-1,1%	-7,68%

Fuente: Cálculos obtenidos a partir de los datos publicados por Grupo BME

El inversor «defensivo» puede contemplar la opción de replicar la cartera, pero le será imposible obtener las mismas rentabilidades de los índices. Estos son los siguientes factores que provocan el sesgo de los selectivos.

- Comisiones:** la compra y venta de valores tiene un coste de intermediación, además de requerir el pago por un canon de liquidación y un canon al MAB. Desde su creación el Ibex MAB 15 y el Ibex MAB All Shares ya se han reestructurado tres veces. El Ibex MAB 15, en concreto, ha modificado más de un 30 % de su cartera en cada ocasión. Además de ajustarse regularmente los porcentajes de participación, según el tipo de operación corporativa. Al tratarse de índices con una alta rotación, replicarlos requiere una mayor negociación. Esto implica un mayor coste por el pago de comisiones.
- Liquidez:** aunque los 15 valores del selectivo son los más negociados del MAB, lo hacen en volúmenes relativamente bajos. La compra o venta de un paquete de acciones influye directamente en el precio. De este modo, las cotizaciones que se negocien en el parqué no serán al mismo precio que lo hacen los selectivos.
- Riesgo de suspensión:** dadas las características de las empresas que cotizan en el MAB, existe un alto riesgo de suspensión de un valor cotizado. Durante el ejercicio 2017 cinco empresas fueron suspendidas. Esto puede ser como consecuencia de un concurso de acreedores, el atraso por la presentación de resultados u otra situación que obligue al regulador a su paro temporal o definitivo. La suspensión implica la retirada del valor del índice y se lleva a cabo a través de una regularización del denominador de la ecuación. De este modo, el selectivo da una imagen sesgada en favor de los valores supervivientes. Para el inversor, una suspensión le imposibilita negociar con el valor y, en el peor de los casos, perder el capital invertido.

## 4. Estudio de criterios para la composición de una cartera activa

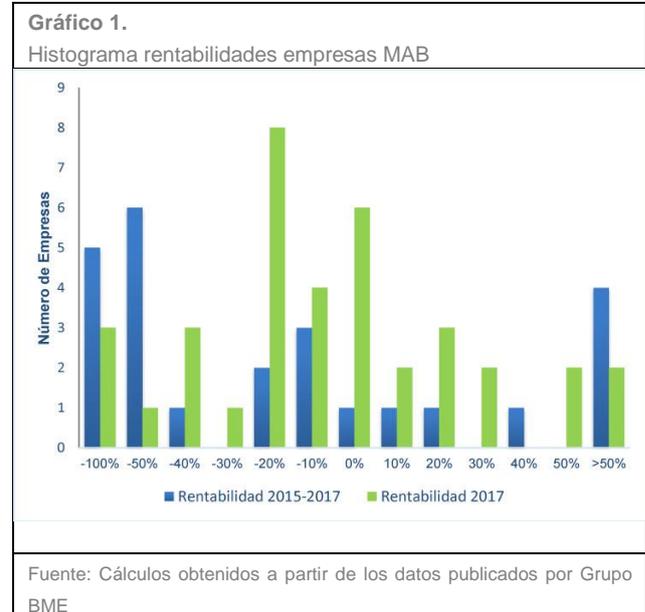
Por suerte, el Mercado Alternativo Bursátil también es un ecosistema lo suficientemente pequeño para acogerse a estudios y experimentos. En este apartado se estudian algunos criterios con el objetivo de crear una cartera que produzca una rentabilidad positiva a largo plazo y, si es posible, batir al mercado.

### 4.1. Evolución de las rentabilidades de las empresas del MAB

#### 4.1.1. Rentabilidades históricas del MAB

Tras un período representativo de 3 años, de las 25 empresas que cotizaban a 1 de enero de 2014, cuatro compañías cerraron el ejercicio 2017 ofreciendo «rentabilidades extraordinarias» de sus acciones, superiores al 50 %. La mejor MásMóvil, ahora cotizando en el Mercado Continuo, que subió un 627,65 %.<sup>1</sup>

A pesar de esta plusvalía, un inversor «a ciegas» tenía más probabilidades de perder todo su capital inicial que multiplicar su inversión por 6. Por un éxito extraordinario, durante este mismo período, hubo dos valores excluidos y tres suspensiones, por aviso de precurso de acreedores. Estas situaciones son debidas a la propia naturaleza de las compañías: son negocios que asumen mayores riesgos, disponen de un historial limitado y, a la vez, menos recursos financieros.



<sup>1</sup> MásMóvil trasladó su cotización al Mercado Continuo el 14 de julio de 2017. En esta ocasión el resultado de la rentabilidad refleja los rendimientos del precio de los títulos de

la compañía entre el 01/01/2015 y el 31/12/2017, sin tener en cuenta su exclusión del mercado.

Desde el 2014, de las 25 compañías que se encontraban cotizando en aquél momento, solo siete aumentaron su capitalización durante los tres años siguientes. Por esto, la rentabilidad promedio del mercado fue de un -5 %.

Con los años, la incorporación de nuevas compañías al mercado ha permitido incrementar la muestra estadística. Si realizamos el mismo cálculo para el ejercicio 2017, el nuevo escenario de rendimientos anuales nos dibuja una distribución parecida a una normal, concentrándose los resultados entre el -20 % y el 10 %. Aunque la evolución de algunos valores se refleja en los extremos: la suspensión, la fallida o, en el otro bando, los resultados por encima del 50 %.

#### 4.1.2 Criterios de selección

El objetivo de una base de criterios de selección es conseguir reducir al máximo el riesgo de escoger las empresas cuyo modelo se mantiene estático o no funciona. Lo que acaba por provocar la desaparición del capital invertido. Y, en cambio, debemos elevar el número de opciones para elegir los “blockbusters”.

##### 4.1.2.1. Criterios de selección: múltiplos de precio

Basándonos en la premisa básica que un inversor busca un buen modelo de negocio, a un precio barato, filtramos las empresas en expansión del MAB según estos criterios, mediante distintas ratios.

En primer lugar, estudiamos los siguientes múltiplos de precios: «precio/valor contable» y «enterprise value/valor contable». Mientras que el primero es el más conservador de la escuela de inversión en valor (Graham & Dodd, 2009), en el segundo usamos el «enterprise value» (Damodaran, 2006) en el numerador, con la intención de reducir el efecto apalancamiento y homogeneizar las compañías cotizadas.

Tabla 3. Resultados precio/valor contable		
Precio / Valor Contable		
	Medio Plazo	Corto Plazo*
<b>0x - 2x</b>	-37.77% (6 Valores)	-8.75% (8 Valores)
<b>2x - 4x</b>	47.38% (6 Valores)	8.60% (14 Valores)
<b>4x - 6x</b>	-19.89% (6 Valores)	-4.60% (3 Valores)
<b>&gt; 6x</b>	-36.75% (4 Valores)	-1.98% (11 Valores)
*Excluidos de la muestra 2 Empresas con Valor Contable negativo		
Fuente: Cálculos obtenidos a partir de los datos publicados por Grupo BME		

Tratamos los múltiplos y los agrupamos con las dos siguientes muestras de valores: la primera es la «cartera a medio plazo» compuesta por 22 empresas que cotizaban el 4 de mayo de 2015, día hábil después de la presentación de resultados anuales, y recogemos su cotización hasta el 29 de

diciembre de 2017, el último día hábil del año. La segunda es la «cartera a corto plazo», compuesta por 36 empresas cotizadas el día 2 de mayo de 2017 y la evolución de su precio está calculada también hasta fin de año.

Si la selección de nuestra cartera se hubiera realizado según las empresas con un menor «precio/valor contable», entre 0 y 2 veces, habríamos obtenido pérdidas a medio plazo (-37,77 %) y también a corto plazo (-8,75 %). Lo mismo habría sucedido si nuestro filtro hubiera sido según el enterprise value/valor contable; habríamos perdido con nuestra cesta de valores.

Tabla 4. Resultados enterprise value/valor contable		
EV / Valor Contable		
	Medio Plazo	Corto Plazo*
<b>0x - 2x</b>	-32.77% (2 Valores)	-6.30% (4 Valores)
<b>2x - 4x</b>	22.48% (9 Valores)	-6.85% (11 Valores)
<b>4x - 6x</b>	-36.04% (5 Valores)	16.14% (8 Valores)
<b>&gt; 6x</b>	-27.54% (6 Valores)	-0.89% (11 Valores)
*Excluidos de la muestra 2 Empresas con Valor Contable negativo		
Fuente: Cálculos obtenidos a partir de los datos publicados por Grupo BME		

Según estos datos llegamos a la conclusión que ambos múltiplos no ofrecen ninguna ventaja sustancial, sino todo lo contrario. Por esto proponemos el “enterprise value”/EBITDA, dónde sustituimos el valor contable por el EBITDA. Damos un mayor peso a los resultados obtenidos, en lugar de la dimensión del balance de la compañía. Este ratio es conocido como “enterprise multiple” y debería servir para una mejor selección (Loughran & Wellman, 2010).

Según el “enterprise multiple” obtenemos los siguientes rendimientos promedios:

Tabla 5. Resultados EV / EBITDA		
EV/EBITDA		
	Medio Plazo	Corto Plazo
<b>&lt; 0</b>	-40.19% (7 Valores)	-17.63% (16 Valores)
<b>0x - 10x</b>	26.28% (2 Valores)	3.69% (2 Valores)
<b>10x - 20x</b>	-12.85% (5 Valores)	2.95% (7 Valores)
<b>20x - 50x</b>	-24.75% (5 Valores)	-21.78% (2 Valores)
<b>50x - 80x</b>	143.58% (2 Valores)	61.51% (2 Valores)
<b>&gt; 80x</b>	-79.12% (1 Valor)	19.50% (7 Valores)
Fuente: Cálculos obtenidos a partir de los datos publicados por Grupo BME		

Como en la anterior tabla, clasificamos las compañías según el resultado de su múltiplo. De estos conjuntos, escogeríamos las compañías más baratas, con un “enterprise value” que multiplicara entre 0 y 10 veces su EBITDA, por ejemplo. De este modo, el rendimiento promedio de este grupo, en un período a medio plazo, habría sido un 26,28 %. A corto plazo, por otro lado, el beneficio de las empresas seleccionadas hubiera sido un 3,69 %.

El uso del “enterprise multiple” nos permite ejecutar una criba de las empresas cuyo EBITDA era negativo hasta la fecha, si rechazamos el grupo con un ratio por debajo de 0. Aunque es posible que las empresas no repitan sus resultados negativos en el futuro, eliminamos este riesgo de nuestra selección. De este modo, evitamos comprar todas las empresas que fueron suspendidas, pues coincidieron en encontrarse en el conjunto con el EBITDA negativo.

De esta tabla de resultados también destacamos las compañías cuyo múltiplo se encontraba entre los 50-80, con una rentabilidad promedio de un 143,85 % a medio plazo y un 61,51 % a corto plazo. A pesar de ser valores «caros», como MásMóvil, su comportamiento fue significativamente mejor que los baratos.

#### 4.1.2.2. Criterios de selección: rentabilidad del capital invertido

Mientras que un inversor puede sentirse satisfecho con las rentabilidades que ofrece el grupo de empresas seleccionadas por un “enterprise multiple” bajo, quizás prefiera una mayor compensación para arriesgar sus ahorros.

Otro tipo de filtro de búsqueda tiene como objetivo localizar los «mejores» modelos de negocio o los que tengan una mayor probabilidad de crecimiento. Aunque existen distintas formas de análisis en profundidad y múltiplos para localizar este tipo de empresas, el profesor Joel Greenblatt propuso el cálculo de la rentabilidad del capital (Greenblatt, 2006).

La fórmula es el resultado de explotación dividido por la suma del capital circulante y el inmovilizado fijo (también llamado capital tangible). Según este analista, la ratio calcula la rentabilidad del capital invertido y refleja el comportamiento del modelo de negocio en términos cuantitativos, sin entrar en analizar otros aspectos cualitativos.

Usamos esta ratio para las muestras del MAB, pero sustituimos el EBIT por el EBITDA, debido a la fase de crecimiento donde se encuentran la mayoría de cotizadas. Realizamos el cálculo para todas las compañías y obtenemos el promedio de cada grupo, para la cartera a medio y a corto plazo.

Tras un análisis escalonado de los distintos conjuntos, podemos observar a simple vista que, a mayor rentabilidad del capital, mejor es la evolución bursátil del grupo.

Aunque no todas las empresas de la mejor selección se comportaron de la misma forma. Por ejemplo, en la cartera a corto plazo habríamos escogido en la misma cesta FacePhi y Zinkia. Mientras que la rentabilidad de la primera fue de un 174,23 %, la segunda perdió un 21,89 %. Pero, al escoger entre

ellos los hits del mercado, con plusvalías extraordinarias, estas compensaron las pérdidas de otros valores del mismo grupo.

Tabla 6. Resultados EBITDA / capital tangible		
EBITDA / Capital Tangible		
	Medio Plazo	Corto Plazo
< 0	-40.19% (7 Valores)	-6.75% (22 Valores)
0% - 15%	-30.11% (6 Valores)	-5.57% (3 Valores)
15%-30%	-35.79% (3 Valores)	-5.68% (3 Valores)
30%-50%	41.66% (2 Valores)	11.68% (3 Valores)
>50%	69.34% (4 Valores)	27.94% (4 Valores)

Fuente: Cálculos obtenidos a partir de los datos publicados por Grupo BME

La ratio de la rentabilidad del capital invertido también filtra un gran número de empresas con EBITDA negativo, descartando entre ellas las que se suspendieron a posteriori. De 36 empresas escogidas en el corto plazo, 22 de ellas se encuentran en el grupo con un EBITDA/capital tangible por debajo de 0. En la cartera a largo plazo se descartan 7 de 22.

#### 4.2. Situaciones específicas del MAB

El éxito o el error de las inversiones en empresas del MAB siguen dependiendo del análisis específico y el seguimiento continuo de cada cotizada. Un filtro global sirve para dibujar un escenario preliminar, pero no hay una fórmula mágica que sustituya el trabajo de campo.

El analista debe ajustar los datos, en función de su ojo crítico y otras eventualidades. En el MAB una de estas «excepciones» son las opiniones de los auditores, a veces contradictorias con los datos publicados por la compañía.

No se trata de un fenómeno excepcional en el MAB, al contrario. Al cierre del primer semestre del ejercicio 2017 un total de 10 de empresas informaron sus datos financieros incluyendo un párrafo de salvedades del auditor. Este escrito, en función de la compañía, tenía menor o mayor impacto en sus resultados.

En cambio 19 empresas incluyeron un párrafo de énfasis en su informe. Aunque existe el caso de no requerir ningún ajuste importante, sí que la inclusión de un párrafo como éste es una alerta a la evolución de la compañía.

Por otro lado, hay cotizadas que no están obligadas a incluir los resultados de sus filiales en su perímetro de consolidación. En cambio, a medida que aumenta el patrimonio y el período de vida de estas, las empresas están obligadas a incorporarlas. Con su inclusión, algunas cotizadas han pasado de los beneficios a las pérdidas, cambiando además su historial.

Este conjunto de características requiere complementar los cálculos automáticos con la revisión analítica, del modo más tradicional.

También añadimos que, aunque este documento está dirigido a los inversores cuyo horizonte temporal es a largo plazo, hay que tener en cuenta el riesgo de la baja liquidez de negociación en las acciones del Mercado Alternativo Bursátil. Como ya se ha anticipado en el punto 2.1, el volumen de negociación es bajo comparado con las cifras del mercado continuo. En 2017 sólo una compañía cambió títulos por más de 60 millones de euros, mientras que un total de 17 de 36 cotizadas, intercambiaron títulos por un importe de entre 1 y 3 millones de euros, a lo largo de todo el año.

Otra de las peculiaridades del MAB es el tipo de cotización de las acciones: el modo "fixing" o el modo continuo. Mientras que el último no tiene ninguna diferencia con la operativa de otras bolsas, el primero indica que las acciones se negocian en modo subasta en dos momentos del día: a las 12:00 y a las 16:00 horas. A pesar de que hay más empresas que trasladan el tipo de cotización en continuo, aún hay una gran proporción de títulos que siguen negociando en modo "fixing".

Todo ello añade un factor de riesgo para el inversor, en el caso que requiera recuperar el capital invertido en empresas del MAB con inmediatez. En este caso es preferible complementar la cartera con productos con un mayor grado de liquidez, negociados en mercados con mucha más frecuencia.

## 5. Conclusiones.

El objetivo principal de este artículo es conocer el comportamiento de grupos de empresas, seleccionadas según distintos múltiplos que han demostrado ser eficaces en otros entornos bursátiles. En lugar de la exploración exhaustiva según cada compañía, estos cálculos sirven para una exploración desde la superficie.

A lo largo de su breve historia, el accionista que se enfrentaba al Mercado Alternativo podía invertir en compañías con un gran potencial de crecimiento, pero para ello debía asumir un alto riesgo de perder una parte de su capital invertido, o incluso la totalidad de su inversión.

Según distintos ejemplos, consideramos que esta bolsa no cumple las hipótesis de los mercados eficientes y hay una brecha para aprovecharse del mercado a través de la que podemos obtener rendimientos superiores a los de otras bolsas.

Para ello, distintos inversores como Joel Greenblatt con su «fórmula mágica», aconsejan la combinación de filtros de precios con otros que estudian la calidad del modelo del negocio. Tras distintos baremos de calificación, el resultado ofrece una «cartera modelo» para invertir.

Después de estudiar estas mismas ratios en empresas del MAB, observamos que cada múltiplo nos ofrece un escenario distinto. Mediante el cálculo del "enterprise multiple" hemos obtenido la cesta de valores «más baratos», cuya rentabilidad promedia fue positiva a corto y medio plazo. A pesar de ello, el cálculo de la rentabilidad del negocio, a través del

EBITDA/capital tangible ofrece una selección con resultados superiores.

De ello, concluimos que un filtro que valore la evolución del negocio de las compañías en crecimiento, como la rentabilidad del capital, tiene un mayor número de probabilidades de éxito. Aunque también hacemos énfasis en el análisis riguroso de cada modelo en particular, una vez hecha la criba general, dados los riesgos asociados al crecimiento de cada compañía.

## Bibliografía

Bolsas y Mercados Españoles: «Normas técnicas para la composición y cálculo de los índices de Sociedades de Bolsas».

[http://www.bmerv.es/docs/SBolsas/docsSubidos/NormasIndice s/Normas\\_Indices\\_ibex\\_esp.pdf](http://www.bmerv.es/docs/SBolsas/docsSubidos/NormasIndice s/Normas_Indices_ibex_esp.pdf). Madrid, 2018.

Damodaran, A. Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment. Nueva York: John Wiley & Sons, 2006.

Fama, E. «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work». *Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417. Nueva York, 1969.

Gleick, J. Capítulo 9. La entropía y sus demonios (No puedes separar las cosas revolviendo). En: *La Información*. Barcelona: Crítica, S.L., 2011.

Graham, B. *El Inversor Inteligente*. Barcelona: Ediciones Deusto, 2009 (1949).

Graham, B. y Dodd, D. *Security Analysis*. Ediciones Deusto, 2009 (1934).

Greenblatt, J. *The Little Book That Beats the Market*. Hoboken, Nueva Jersey: John Wiley & Sons, 2006.

Loughran, T. & Wellman, J. W. «New Evidence on the Relation between the Enterprise Multiple and Average Stock Returns». <http://ssrn.com/abstract=1481279>. Septiembre, 2010.

Rovira, J. «MAB: Una alternativa de financiación en consolidación». *Observatorio de Divulgación Financiera*. Issue 22. Barcelona: Julio 2016.

## Notas al pie

1. MásMóvil trasladó su cotización al Mercado Continuo el 14 de julio de 2017. En esta ocasión el resultado de la rentabilidad refleja los rendimientos del precio de los títulos de la compañía entre el 01/01/2015 y el 31/12/2017, sin tener en cuenta su exclusión del mercado.

## Sobre el autor

**Joan Anglada Salarich.** Licenciado en Económicas y formación de periodista, especialista en el análisis de empresas del Mercado Alternativo.

## Agradecimientos

“Criterios de selección para formar una cartera de inversión basada en empresas del Mercado Alternativo Bursátil (MAB)”. A todo el equipo de Mabilia e IMB Grup, y a los autores sobre los que se sustenta este artículo

## Otras publicaciones ODF

Mar	2019	DT	Limitaciones del blockchain en contratación y propiedad	Benito Arruñada
Feb	2019	NT	MREL y las nuevas reglas de juego para la resolución de entidades bancarias	Francisco de Borja Lamas Peña
Dic	2018	DT	Principios éticos en el mundo financiero	Antonio Argandoña y Luís Torras
Nov	2018	NT	Inversión socialmente responsable 2.0. De la exclusión a la integración	Xosé Garrido
Nov	2018	NT	Transformación de los canales de intermediación del ahorro. El papel de las fintech. Una especial consideración a los <<robo advisors>>	David Cano Martínez
Oct	2018	DT	La Crisis Financiera 2007-2017	Aristóbulo de Juan
Jul	2018	NT	Evolución del Equity Crowdfunding en España, 2011-2017	Marc Montemar Parejo y Helena Benito Mundet
Jul	2018	NT	Demografía, riesgo y perfil inversor. Análisis del caso español	Javier Santacruz Cano
Jun	2018	NT	Gestión financiera del riesgo climático, un gran desconocido para las las empresas españolas	Ernesto Akerman Brugés
May	2018	NT	Las SOCIMI: ¿Porqué se han convertido en el vehículo estrella del sector inmobiliario?	Pablo Domenech
Mar	2018	NT	Desequilibrios recientes en TARGET2 y sus consecuencias en la balanza por cuenta corriente	Eduardo Naranjo
Ene	2018	NT	La Segunda Directiva de Servicios de Pago y sus impactos en el mercado	Javier Santamaría
Dic	2017	DT	“Factor investing”, el nuevo paradigma de la inversión	César Muro Esteban
Nov	2017	NT	La implantación de IFRS9, el próximo reto de la banca europea	Francisco José Alcalá Vicente
Oct	2017	NT	El Marketplace Lending: una nueva clase de activo de inversión	Eloi Noya
Oct	2017	NT	Prácticas de buen gobierno corporativo y los inversores institucionales	Alex Bardají
Set	2017	NT	El proceso de fundraising: Como atraer inversores para tu Startup	Ramón Morera Asiain
Jun	2017	NT	Clases de ETF según su método de réplica de benchmarks y principales riesgos a los que están sujetos los inversores, con especial foco en el riesgo de liquidez	Josep bayarri Pitchot
May	2017	NT	Las consecuencias económicas de Trump. Análisis tras los cien primeros días	L.B. De Quirós y J. Santacruz
Mar	2017	DT	Indicadores de coyuntura en un nuevo entono económico	Ramon Alfonso
Ene	2017	NT	La protección del inversor en las plataformas de crowdfunding vs productos de banca tradicional	Álex Plana y Miguel Lobón
Oct	2016	NT	Basilea III y los activos por impuestos diferidos	Santiago Beltrán
Sep	2016	DT	El Venture Capital como instrumento de desarrollo económico	Ferran Lemus
Jul	2016	DT	MAB: una alternativa de financiación en consolidación	Jordi Rovira
Jun	2016	NT	Brasil, un país de futuro incierto	Carlos Malamud
May	2016	DT	La evolución de la estrategia inversora de los Fondos Soberanos de Inversión	Eszter Wirth

Abr	2016	DT	Shadow Banking: Money markets odd relationship with the law	David Ramos Muñoz
Mar	2016	DT	El papel de la OPEP ante los retos de la Nueva Economía del Petróleo	José M <sup>a</sup> Martín-Moreno
Feb	2016	NT	Guerra de divisas: los límites de los tipos de cambio como herramienta de política económica. Un análisis a partir de los ICM	David Cano
Ene	2016	DT	1+1=3 El poder de la demografía. UE, Brasil y México (1990-2010): demografía, evolución socioeconómica y consecuentes oportunidades de inversión	Pere Ventura Genescà
Nov	2015	DT	¿Un reto a las crisis financieras? Políticas macroprudenciales	Pablo Martínez Casas
Oct	2015	NT	Revitalizando el mercado de titulaciones en Europa	Rosa Gómez Churruga y Olga I. Cerqueira de Gouveia
Abr	2015	NT	Ganancias de competitividad y deflación en España	Miguel Cardoso Lecourtois
Ene	2015	DT	Mercado energético mundial: desarrollos recientes e implicaciones geoestratégicas	Josep M. Villarrúbia
Dic	2014	DT	China's debt problem: How worrisome and how to deal with it?	Alicia García y Le Xía
Nov	2014	NT	Crowdequity y crowdlending: ¿fuentes de financiación con futuro?	Pilar de Torres
Oct	2014	NT	El bitcoin y su posible impacto en los mercados	Guillem Cullerés
Sep	2014	NT	Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC	Enric Ollé
Mar	2014	DT	Finanzas islámicas: ¿Cuál es el interés para Europa?	Celia de Anca
Dic	2013	DT	Demografía y demanda de vivienda: ¿En qué países hay un futuro mejor para la construcción?	José María Raya
Nov	2013	DT	El mercado interbancario en tiempos de crisis: ¿Las cámaras de compensación son la solución?	Xavier Combis
Sep	2013	DT	CVA, DVA y FVA: impacto del riesgo de contrapartida en la valoración de los derivados OTC	Edmond Aragall
May	2013	DT	La fiscalidad de la vivienda: una comparativa internacional	José María Raya
Abr	2013	NT	Introducción al mercado de derivados sobre inflación	Raúl Gallardo
Abr	2013	NT	Internacionalización del RMB: ¿Por qué está ocurriendo y cuáles son las oportunidades?	Alicia García Herrero
Feb	2013	DT	Después del dólar: la posibilidad de un futuro dorado	Philipp Bagus
Nov	2012	NT	Brent Blend, WTI... ¿ha llegado el momento de pensar en un nuevo petróleo de referencia a nivel global?	José M. Domènech
Oct	2012	L	Arquitectura financiera internacional y europea	Anton Gasol
Sep	2012	DT	El papel de la inmigración en la economía española	Dirk Godenau
Jun	2012	DT	Una aproximación al impacto económico de la recuperación de la deducción por la compra de la vivienda habitual en el IRPF	José María Raya
Abr	2012	NT	Los entresijos del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	Ignacio Fernández
Mar	2012	M	La ecuación general de capitalización y los factores de capitalización unitarios: una aplicación del análisis de datos funcionales	César Villazon y Lina Salou
Dic	2011	NT	La inversión socialmente responsable. Situación actual en España	M <sup>a</sup> Ángeles Fernández Izquierdo
Dic	2011	NT	Relaciones de agencia e inversores internacionales	Aingeru Sorarrin y Olga del Orden
Oct	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Jun	2011	DT	Derivados sobre índices inmobiliarios. Características y estrategias	Rafael Hurtado
May	2011	NT	Las pruebas de estrés. La visión de una realidad diferente	Ricard Climent
Mar	2011	NT	Tierras raras: su escasez e implicaciones bursátiles	Alejandro Scherk
Dic	2010	NT	Opciones reales y flujo de caja descontado: ¿Cuándo utilizarlos?	Juan Mascareñas y Marcelo Leporati

Nov	2010	NT	Cuando las ventajas de TIPS son superada por las desventajas: el caso argentino	M. Belén Guercio
Oct	2010	DT	Introducción a los derivados sobre volatilidad: definición, valoración y cobertura estática	Jordi Planagumà
Jun	2010	DT	Alternativas para la generación de escenarios para el stress testing de carteras de riesgo de crédito	Antoni Vidiella
Mar	2010	NT	La reforma de la regulación del sistema financiero internacional	Joaquin Pascual Cañero
Feb	2010	NT	Implicaciones del nuevo Real Decreto 3/2009 en la dinamización del crédito	M. Elisa Escolà y Juan Carlos Giménez
Feb	2010	NT	Diferencias internacionales de valoración de activos financieros	Margarita Torrent
Ene	2010	DT	Heterodoxia Monetaria: la gestión del balance de los bancos centrales en tiempos de crisis	David Martínez Turégano
Ene	2010	DT	La morosidad de banco y cajas: tasa de morosidad y canje de créditos por activos inmobiliarios	Margarita Torrent
Nov	2009	DT	Análisis del TED spread la transcendencia del riesgo de liquidez	Raül Martínez Buixeda