

# CÓMO HACER LAS BOLSAS MÁS ATRACTIVAS PARA LAS EMPRESAS

SUSANA ÁLVAREZ OTERO

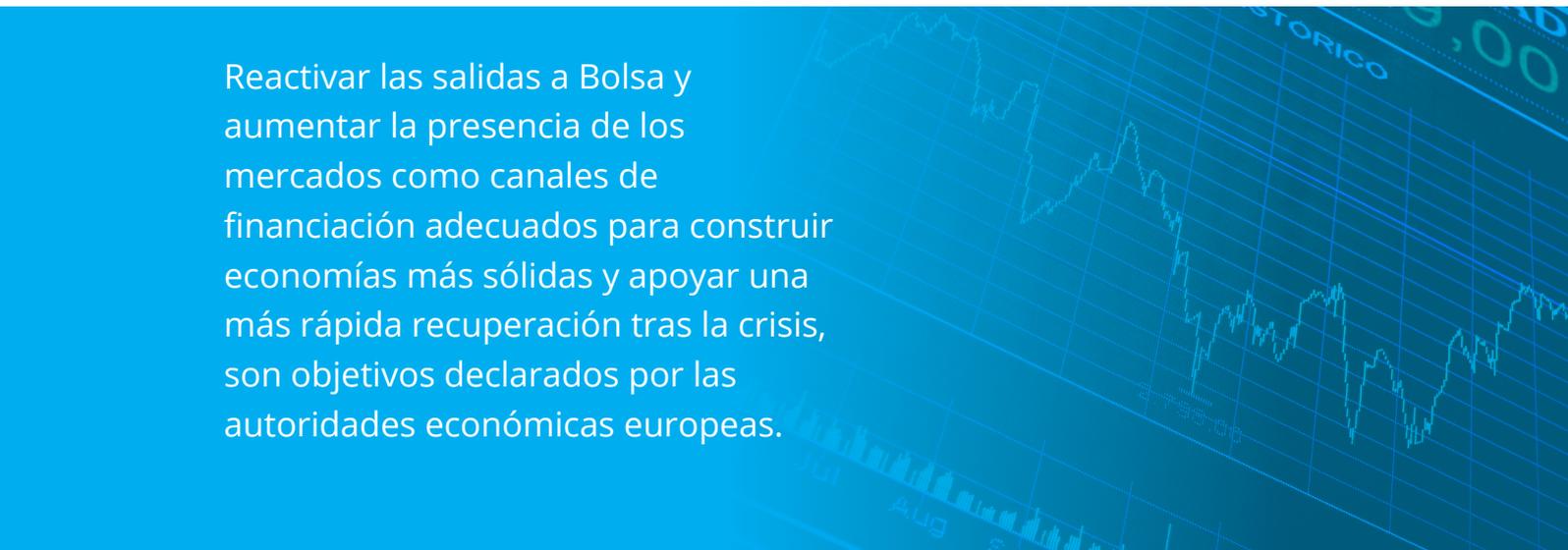
PROFESORA TITULAR DE ECONOMÍA FINANCIERA DE LA UNIVERSIDAD DE OVIEDO

La **crisis financiera** puso en evidencia la necesidad de buscar, entre todos, fórmulas que permitiesen a las **empresas** diversificar sus fuentes de **financiación** y hacer uso de los **mercados de valores** para llevar a cabo sus estrategias de crecimiento y expansión. Con la decisión de los gestores de los mercados, cierto apoyo de algunos gobiernos y la voluntad declarada de la UE para favorecer mecanismos de acercamiento de las empresas a los mercados, durante los últimos años se han conseguido algunos logros importantes, especialmente en el ámbito de las pequeñas y medianas empresas. En España, ejemplos de ello son el crecimiento del MAB (ahora **BME Growth**) y el **MARF**. Sin embargo, el mar de fondo sigue siendo preocupante: en lo que va de siglo el número de empresas cotizadas en los mercados de valores no para de descender, sobre todo en los países desarrollados. Algo se nos está escapando y no somos capaces de revertir una tendencia que entendemos que es negativa si realmente queremos favorecer un crecimiento más saludable y equilibrado de las economías en su conjunto.

# 1 INTRODUCCIÓN

Existe un consenso generalizado acerca de que la presencia de las empresas en los mercados de valores favorece el crecimiento económico sano, equilibrado y más veloz. Por consiguiente, es evidente que estamos ante un problema cuando desde hace 20 años el número de empresas cotizadas en las Bolsas no deja de decrecer y no solo en España, sino a nivel mundial y de manera más agudizada en Europa y Norteamérica. Ante esto, hay una serie de interrogantes que es preciso plantearse: ¿Qué ha cambiado respecto a las décadas anteriores? ¿Por qué no somos capaces de conseguir un objetivo que tanto instituciones públicas como privadas consideran deseable? ¿Qué deberíamos hacer? ¿Cómo eliminar algunas barreras de manera que se dañen lo menos posible otros órdenes de protección y funcionamiento de la economía y los mercados? En este contexto, el objetivo del presente artículo es, tras un planteamiento de los hechos que ponen de manifiesto la problemática que nos ocupa, articular algunas hipótesis que pueden explicar el diagnóstico, seguidas de una recopilación de propuestas que podrían ayudar a cambiar la tendencia y reactivar la salida a cotización bursátil en los mercados de valores europeos y, particularmente, en la Bolsa española.

La salida a Bolsa es una de las decisiones más relevantes en la vida de cualquier empresa. Conseguir en un mismo momento el acceso a una nueva fuente de financiación, así como la modificación simultánea de la estructura financiera y de propiedad de una compañía es un desafío de cambio e innovación de envergadura. Por si fuera poco, y en numerosas ocasiones, salir a Bolsa implica para sus propietarios la materialización de las ganancias de capital acumuladas asociadas a su permanencia como socios en la empresa, a la vez que les facilita la diversificación de sus inversiones.



Reactivar las salidas a Bolsa y aumentar la presencia de los mercados como canales de financiación adecuados para construir economías más sólidas y apoyar una más rápida recuperación tras la crisis, son objetivos declarados por las autoridades económicas europeas.

## 2 LOS HECHOS

En las últimas dos décadas se ha reducido considerablemente el número de empresas que comienzan a cotizar en las Bolsas de EE.UU. y de Europa. El último informe europeo sobre Ofertas Públicas Iniciales (en adelante OPIs) publicado en 2020 pone de manifiesto que el número de OPIs en los mercados europeos ha disminuido a lo largo de los últimos veinte años, con consecuencias para la sociedad. También hay hoy menos empresas que cotizan en las Bolsas de Estados Unidos que hace 40 años. En 1976, Estados Unidos tenía 4.943 empresas que cotizaban en Bolsas. En 2016 tenía solo 3.627 empresas (Stulz, 2018). De 1976 a 2016, la población de EE. UU. aumentó de 219 millones a 324 millones, por lo que EE. UU. pasó de 23 empresas cotizadas por millón de habitantes a tan solo 11. Estos cambios son profundos y plantean una serie de interrogantes que serían extrapolables a Europa: ¿Cómo hemos llegado hasta aquí? ¿Por qué se ha reducido tanto el universo de empresas cotizadas? ¿Seguirá encogiéndose? ¿Cómo se ha modificado la estructura sectorial de las empresas cotizadas como consecuencia de esta evolución? Y - quizás, lo más importante ¿cuál es el impacto económico general de una reducción tan continuada en el número de empresas cotizadas?

Hasta no hace mucho existía la creencia extendida de que la salida a Bolsa de una empresa era una etapa más en la naturaleza de su proceso evolutivo. Pero si esto fuera así de fácil no se explicaría que grandes empresas con larga trayectoria como pueden ser por ejemplo el Corte Inglés o Mercadona en nuestro país, no hayan cotizado nunca en Bolsa (Pagano et al., 1998). Por otro lado, al igual que sucede en otros países, las empresas cotizadas son una minoría frente al conjunto de empresas existentes. Por tanto, parece más bien que la salida a Bolsa no es una etapa que acaban alcanzando naturalmente las empresas en su ciclo de vida, sino que se trata de una elección. Hay empresas, por tanto, que optan por cotizar y otras que deciden no hacerlo. Por ello, la literatura financiera ha analizado los factores y variables que llevan a que unas empresas decidan cotizar y otras no, esto es, que ignoren el parquet bursátil en su ciclo de vida.

La literatura académica plantea como razón relevante para acudir al mercado de valores el reequilibrio de la estructura financiera tras periodos de intensa inversión y crecimiento (Pagano et al., 1998; Rydqvist y Högholm, 1995), así como la introducción de la empresa en un proceso de valoración con el objetivo final de su venta posterior (Zingales, 1995; Field, 1998) o la salida de los propietarios de empresas con pobres expectativas de crecimiento futuro (Jain y Kini, 1999). Así pues, existen trabajos académicos dedicados a analizar estos temas (Ritter, 1987; Pagano, 1993; Pagano y Röell, 1998, entre otros), así como trabajos empíricos que investigan los factores que impulsan a una empresa a tomar dicha decisión pero que, en general, no son muy abundantes. Básicamente abordan los motivos para cotizar en Bolsa como un equilibrio (o trade-off) entre las ventajas y los inconvenientes de cotizar en un mercado regulado - Rydqvist y Högholm (1995) para el mercado sueco; Pagano et al. (1998) para el mercado bursátil italiano; Fischer (2000) y Boehmer y Ljungqvist (2004), para el mercado alemán; Gil de Albornoz y Pope (2004), centrado en el mercado británico y Panne-mans (2002) para el mercado belga, entre otros.

Para enmarcar bien la cuestión me parece importante señalar aquí que son muchas las ventajas que otorga la cotización en Bolsa para la economía y, con sus particularidades, para las propias empresas implicadas. La primera es abundar en la idea de que permite la obtención de financiación. Por otro lado, proporciona una mejora en la posición negociadora frente a los oferentes de recursos. Así mismo, produce mejoras en las formas de transmisión de la propiedad en términos de seguridad y velocidad, así como en la diversificación del riesgo. Además, es evidente que el control bursátil, con toda la transparencia que requiere y la valoración objetiva de la empresa, le aporta valor añadido y proporciona mayor credibilidad y conocimiento de la compañía ante la sociedad.

La investigación académica respecto a estas y otras variables relevantes es cuantiosa. Son ventajas empíricamente testadas en muchos casos, lo cual se convierte en un factor a tener en cuenta por los Gobiernos europeos en su intención declarada de promover la presencia de empresas en los mercados de valores.

## 2.1 /

## La situación global

La reducción de la presencia de empresas en las Bolsas es más aguda en Europa que en EE.UU. y Asia, donde el fenómeno no ha tenido lugar de manera tan grave, ni siquiera en esta complicada situación derivada de la pandemia del coronavirus. De hecho, en los primeros seis meses de 2020, las cotizaciones en China aumentaron un 29% y la cantidad de dinero recaudado se disparó un 72% con respecto al año pasado. Las Bolsas de Hong Kong y Shanghai tomaron la delantera, en términos de número de transacciones y montante total recaudado. Por el contrario, tanto el número de OPIs como el montante obtenido en otras regiones geográficas del mundo disminuyeron significativamente en comparación con el mismo período del año pasado. El impacto de la pandemia de COVID-19 desempeña un importante papel en la disminución de la actividad de las OPIs en la primera mitad de 2020 que posteriormente ha resurgido con fuerza tanto en EEUU como en Asia durante el tercer trimestre de 2020.

En efecto, los meses de julio, agosto y septiembre de 2020 fueron el tercer trimestre más activo de los últimos 20 años por importe de salidas a Bolsa y el segundo por volumen, según el estudio Global IPO Trends de EY (Izzi, 2020). Los sectores menos afectados por la pandemia, como tecnología y salud, han animado a los inversores. El último verano ha sido especialmente activo en salidas a Bolsa. En un período tradicionalmente de poca actividad por la época estival, se realizaron un total de 445 OPIs en todo el mundo, lo que supone un incremento del 77% respecto a igual período del año anterior. El importe alcanzó los 95.000 millones de dólares, que implica un incremento del 138% sobre las mismas fechas de 2019. Con estas cifras la actividad mundial en el acumulado del año se alcanzan las 872 salidas a Bolsa, un 14% más que un año antes, por un efectivo de 165.300 millones (+43%).

La liquidez del mercado y la mejora del sentimiento de los inversores están impulsando la actividad mundial, especialmente en los sectores menos impactados como tecnología y salud, y se espera que pueda continuar en la última parte del año. En esta evolución, Asia sigue siendo líder. Los mercados de Asia-Pacífico protagonizaron la mayor parte de las operaciones (554 OPIs por 85.300 millones, un 29% y un 88% más respectivamente), mientras que la región de América concentró 188 OPIs por 62.400 millones (un 18% y un 33% más). Por el contrario, la actividad en los mercados de Europa, Oriente Medio, India y África (EMEIA) sigue siendo en términos interanuales un 27% inferior en volumen y un 24% en importe, al registrar hasta septiembre 130 salidas a Bolsa por 17.600 millones de dólares. Tecnología, Industria y Salud son los tres sectores más activos en salidas a Bolsa en 2020 al concentrar en su conjunto 537 OPIs por un importe de 110.500 millones de dólares. En esta divergencia desfavorable a Europa, como indicaremos más adelante en las medidas propuestas en este estudio, el hecho de que no se esté apostando en Europa por otros mecanismos como los Direct Listings o SPACS, puede tener su influencia.

Lo que se ha evidenciado en los últimos años es que existe un consenso amplio sobre los efectos positivos que tiene la cotización bursátil para el conjunto de la economía y el desarrollo sostenible y equilibrado del tejido económico. Desde los propios mercados se ha insistido con frecuencia en el hecho de que las Bolsas



En las economías en las que los mercados tienen una mayor participación en la financiación empresarial, las compañías están mejor equipadas para manejar choques económicos, crear empleos y contribuir en la creación de compañías de rápido crecimiento, toda vez que se asignan más fondos hacia una economía sostenible.

son un mecanismo útil porque aportan visibilidad, financiación y valoración, además de ser interesante, por ejemplo, para procesos sucesorios. Aun así, es evidente que se echan de menos algunas compañías grandes en el mercado español y que no ha llegado aún el gran momento de la Bolsa española (Forbes, 2018). La problemática de la situación actual es que parece que no termina de llegar y que no se ve la forma, por el momento, de cambiar la tendencia cuando los datos ponen claramente de manifiesto que hay razones de peso en el orden colectivo y particular para que más empresas se inclinaren por la cotización bursátil.

En las economías en las que los mercados tienen una mayor participación en la financiación empresarial, las compañías están mejor equipadas para manejar choques económicos, crear empleos, permitir a los inversores participar en la valoración de empresas y contribuir en la creación de compañías de rápido crecimiento, toda vez que se asignan más fondos hacia una economía sostenible. La economía europea debería, por lo tanto, depender menos de la financiación bancaria (IPO Report, 2020). Por otro lado, esta tendencia donde menos empresas deciden cotizar en los mercados de valores conduce a una menor transparencia ya que las empresas no cotizadas no están sujetas a los mismos requisitos de transparencia e información que las compañías que cotizan en Bolsa. Adicionalmente, la cotización puede ser una ayuda para la reactivación de sectores específicos, como ha sido el caso por ejemplo de las SOCIMIs y el sector inmobiliario español.

Un inconveniente extra que va asociado al hecho de una menor presencia de empresas cotizadas en las principales Bolsas es que la transparencia de los mercados de valores se aplica a un menor número de empresas y el hecho de que sean más las empresas que no son transparentes para la sociedad, puede limitar el apoyo general para el sector corporativo a largo plazo. En mi opinión, este es un argumento principal que justificaría casi por sí solo la intervención administrativa: lo negativo que resulta el hecho de que, si las empresas que se están financiando con capital privado no están siendo transparentes, ello puede generar a largo plazo desconfianza en el sector corporativo y, a la postre, pérdida de financiación.

## 2.2 /

### Aumento de los niveles de inversión

En EE.UU., Feldman et al. (2018) publicaron un trabajo que contradice estudios previos que sugerían que las empresas que cotizan en Bolsa están menos dispuestas a invertir que sus contrapartes no cotizadas. Estos autores demuestran empíricamente que las empresas cotizadas invirtieron 48,1 puntos porcentuales más, y no menos, que las no cotizadas después de ajustar por sector y tamaño. Este importante trabajo de economistas ligados a la Reserva Federal de los Estados Unidos aporta datos muy elocuentes en cuanto a inversión corporativa de empresas cotizadas y no cotizadas dado que no solo capturan el gasto en investigación y desarrollo, sino que también presentan información para empresas cotizadas y no cotizadas de manera consistente. Los resultados del ejercicio son llamativos. Es más, Feldman et al. analizaron lo sucedido cuando las compañías no cotizadas salieron a Bolsa, observando que sus ratios de I+D a activos físicos aumentaron en 34,5 puntos porcentuales y sus participaciones en inversión de I+D-total en 17,1 puntos porcentuales. Sin embargo, cuando las empresas que cotizan en Bolsa dejaron de hacerlo, hubo una reducción en las inversiones en I+D. Por consiguiente, estos investigadores encontraron pruebas sólidas de que las empresas cotizadas invierten más en general, particularmente en I+D, que las no cotizadas.

Indiscutiblemente, la investigación de la Fed es una buena noticia para defender el principio del capitalismo accionario y sus resultados son ampliamente consistentes al usar dos estrategias de identificación: (1) comparar las opciones de inversión de las empresas públicas (cotizadas) y una muestra ponderada de empresas privadas que coinciden con la distribución de tamaño específica de la industria de las empresas públicas; y (2), comparar las opciones de inversión utilizando la variación dentro de la empresa en la estructura de propiedad en torno a una OPI.

Dado el papel que desempeña la I+D en el crecimiento a largo plazo y el potencial de los efectos secundarios para otras empresas (Aghion y Howitt, 1996), el fomento del gasto en I+D ha sido durante mucho tiempo una prioridad para los responsables políticos. Los resultados de Feldman et al. (2018) sugieren que aquellas medidas que dificultan el acceso de las empresas al capital a través de los mercados de valores podrían ser factores que reducen el gasto en I+D de las empresas estadounidenses. Con la fuerza de estas evidencias académicas puede ser conveniente plantearse el impulso de la presencia de las empresas en los mercados y su cotización en los mismos como un mecanismo positivo para la política a la hora de articular medidas de revulsivo y fortaleza de la economía. Esta idea que empieza a arraigar en Europa como demuestran las medidas de acción planteadas por la Capital Markets Union (CMU). En todo caso, hasta el momento, la tendencia decreciente del número de empresas cotizadas en los mercados de valores en lo que va de siglo en EE.UU y Europa, viene a demostrar que es preciso hacer algo más para que las empresas encuentren en los mercados un mejor acomodo para sus necesidades. La literatura académica hace ya tiempo que trata esta cuestión, pero las conclusiones a las que se llegan son parciales y, por consiguiente, también las medidas que toman los gobiernos son tibias.

### 2.3 /

## La situación española

El problema que se plantea aquí no es solo la reducción del número de empresas que salen a Bolsa, sino también la exclusión de estas de los mercados, lo cual no puede ser consecuencia de otra cosa más que del hecho de que las desventajas que han encontrado las empresas cotizadas superen los beneficios de la cotización. La **Tabla 1** (en la siguiente página) recoge las empresas que han dejado de cotizar en el mercado de valores español en los últimos 20 años.

En los últimos años, en España, el que se ha mantenido más activo en salidas a Bolsa ha sido el Sistema Multilateral de Negociación conocido actualmente como BME Growth (hasta septiembre de 2020 era MAB o Mercado Alternativo Bursátil) que ha permitido reactivar algunos sectores importantes de la economía como el inmobiliario con la figura de las SOCIMIs e impulsar un cambio y modernización de la estructura sectorial de la Bolsa española en sus segmentos más emergentes. También, en cierta medida, debido al escaso tamaño de las empresas, el mercado BME Growth permite a los inversores diversificar inversiones en sectores subrepresentados o no presentes en la Bolsa española. En el Sistema Multilateral de Negociación BME MTF Equity del que forma parte BME Growth, cotizan también otro tipo de compañías con características específicas como las SOCIMI.

Como acabamos de mencionar, el mercado para PYME de BME, MAB, ha pasado a denominarse recientemente BME Growth, tras conseguir por parte de la CNMV el reconocimiento de la categoría europea de Growth Market, en España denominado Mercado de Pymes en expansión. Esta nueva categoría está recogida en MIFID II con el objetivo de impulsar la financiación de las empresas de menor tamaño a través de su presencia en los mercados de capitales y se desarrolla en el marco de la iniciativa CMU. Formar parte de esta categoría supone que los estándares de calidad y transparencia de este mercado de BME son homogéneos con los de otros Growth Markets de Europa. Este reconocimiento permite también la aplicación de ciertos alivios en la obligación de mantener las listas de iniciados que exige la regulación de abuso de mercado o la posibilidad de utilizar modelos de folletos de emisión más sencillos para captar fondos y para pasar del mercado Growth a la Bolsa.

Así mismo, otorga al mercado mayor visibilidad internacional con este perfil, lo que se traduce en la posibilidad de atraer nuevos inversores y ganar liquidez. El actual BME Growth nace en 2006 como Sistema Multilateral de Negociación dirigido a empresas pequeñas y medianas, y su funcionamiento está supervisado por la CNMV. Actualmente cotizan en él 121 compañías con una capitalización bursátil conjunta de

TABLA 1. EXCLUSIONES DE COTIZACIÓN EN LA BOLSA ESPAÑOLA EN LOS ÚLTIMOS 20 AÑOS

EMPRESA	INICIO COTIZACIÓN	MERCADO	AÑO SUSPENSIÓN	AÑOS EN BOLSA
<b>SUPERDIPLO</b>	14/05/98	SIBE	30/01/02	4
<b>BEFESA MEDIO AMBIENTE</b>	01/07/98	SIBE	25/08/11	13
<b>PAPELES Y CARTONES DE EUROPA</b>	10/07/98	SIBE	20/02/19	21
<b>FEDERICO PATERNINA</b>	16/09/98	SIBE	08/01/10	12
<b>ENACO</b>	11/12/98	SIBE	18/03/03	5
<b>FUNESPAÑA</b>	11/12/98	SIBE	07/12/18	20
<b>TRANSPORTES AZKAR</b>	03/02/99	SIBE	02/02/06	17
<b>MECALUX</b>	06/05/99	SIBE	08/07/10	11
<b>PARQUES REUNIDOS</b>	26/05/99	SIBE	05/12/19	20
<b>SOGECABLE</b>	23/06/99	SIBE	20/06/08	11
<b>TERRA NETWORKS</b>	27/10/99	SIBE	15/07/05	6
<b>RECOLETOS GRUPO DE COMUNICACIÓN</b>	28/06/00	SIBE	04/08/05	5
<b>TELFÓNICA MÓVILES</b>	25/10/00	SIBE	31/07/06	8
<b>IBERIA</b>	22/11/00	SIBE	24/01/11	7
<b>FADESA INMOBILIARIA</b>	26/06/02	SIBE	17/12/07	4
<b>CINTRA CONC. INFRA. DE TRANSPORTE</b>	24/06/04	SIBE	03/12/09	1
<b>DERMOESTÉTICA</b>	27/10/04	SIBE	19/06/13	8
<b>VUELING AIRLINES</b>	08/11/06	SIBE	08/09/13	7
<b>IBERDROLA RENOVABLES</b>	13/12/07	SIBE	11/07/11	4
<b>ZINKIA ENTERTAINMENT</b>	15/07/09	BME GROWTH	11/02/19	11
<b>LET'S GOWEX</b>	12/03/10	BME GROWTH	27/06/18	8
<b>NEGOCIO Y ESTILO DE VIDA</b>	07/06/10	BME GROWTH	06/03/14	4
<b>BODACLICK, S.A.</b>	30/06/10	BME GROWTH	30/04/15	5
<b>NEURON BIOPHARMA, S.A.</b>	01/07/10	BME GROWTH	13/12/19	9
<b>AB-BIOTICS</b>	20/07/10	BME GROWTH	13/12/19	9
<b>GRUPO NOSTRUM RNL, S.A.</b>	10/11/10	BME GROWTH	06/03/14	4
<b>LUMAR</b>	05/07/11	BME GROWTH	22/02/16	5
<b>CARBURES EUROPE</b>	26/01/12	BME GROWTH	26/11/18	7
<b>SUAVITAS</b>	30/03/12	BME GROWTH	30/05/14	2
<b>1NKEMIA</b>	04/12/12	BME GROWTH	29/04/19	7
<b>NPG TECHNOLOGY</b>	22/04/14	BME GROWTH	04/05/15	1
<b>ECG</b>	05/11/14	BME GROWTH	28/09/18	4
<b>HOME MEAL</b>	04/12/14	BME GROWTH	22/02/19	5
<b>SNIACE</b>	26/06/97	SIBE	14/07/20	23

Fuente: Elaboración propia.

más de 15.000 millones de euros. Desde su nacimiento, las empresas negociadas en este mercado de BME han conseguido financiación por 4.586 millones de euros y han retribuido a sus accionistas con algo más de 479 millones de euros en dividendos y otras formas de remuneración. El índice de las 15 compañías más líquidas de este mercado se ha revalorizado un 81% desde su creación. El pasado ejercicio 2019 las empresas admitidas en este mercado consiguieron financiación por 1.530 millones de euros entre nuevas incorporaciones y ampliaciones de capital. En 2019 se incorporaron a BME Growth un total de 21 empresas y en lo que va de 2020 se han sumado otras siete compañías. Por consiguiente, este mercado está siendo mucho más activo en salidas a Bolsa y OPIs que el mercado regulado para empresas de mayor tamaño, las Bolsas de toda la vida.

## 2.4 /

### Algunas consideraciones previas sobre los mercados de valores y las PYMEs en Europa

Desde la Comisión Europea se están tomando acciones que tratan de construir un entorno regulatorio para apoyar la cotización de las Pymes. El número de ofertas públicas iniciales de PYME está disminuyendo en la UE, en comparación con la situación de crisis anterior a 2008: de 2005 a 2007, se generó una media anual de 11.000 millones de euros en mercados junior europeos (es decir, MTF dedicados a PYME), mientras que la media anual había caído a 2.800 millones de euros de 2008 a 2015.

El bajo nivel de OPIs de las PYME tiene consecuencias más amplias en el acceso a la financiación para ellas, así como en su capacidad para invertir y crecer. Por ejemplo, el acceso fácil a los mercados de acciones públicas es una consideración importante para los fondos de capital de riesgo y de capital privado que, en muchos casos, acompañan a las PYME en etapas tempranas de su desarrollo y valoran soluciones de desinversión que se adecuen a sus expectativas, aunque en los últimos años se ha desarrollado un mercado “secundario” entre los propios fondos de capital riesgo y capital privado que restringe todavía más el acceso de compañías a mercados públicos y reduce su nivel de desarrollo y el aumento de su masa crítica. Dado que los mercados públicos para las PYME están, en general, poco desarrollados, esto favorece que los fondos de capital riesgo inviertan en primer lugar en las PYME no cotizadas. Y, a su vez, el bajo número de ofertas públicas iniciales de las PYME también reduce el número de empresas que pueden crecer y graduarse un día en los principales mercados bursátiles europeos (regulados). Pero es que, además, más allá de la financiación del mercado de acciones, las emisiones de bonos todavía están lejos de ser generalizadas para la gran mayoría de las PYME, a pesar de una serie de mecanismos de negociación multilaterales especializados en bonos para empresas más pequeñas establecidos en los últimos 3 años. Es decir, los mercados públicos en Europa (y casi podríamos decir en el mundo) son un escenario alejado de la vida diaria de las empresas.

Se ha comprobado que eliminar algunos trámites burocráticos y reducir los costes asociados al cumplimiento de estrictas reglas de transparencia invita a más empresas jóvenes, innovadoras y de rápido crecimiento a emitir acciones y bonos en mercados públicos dedicados a las PYME. Esto podría contribuir al crecimiento del tamaño de las PYME de la UE. Por ejemplo, las empresas que cotizan sus acciones en AIM en el Reino Unido (uno de los pocos mercados junior europeos exitosos para las PYME) muestran en promedio un crecimiento de la facturación del 43% en el año posterior a su OPI. La propuesta también podría contribuir a la estabilidad financiera, al aumentar la financiación equitativa estable a largo plazo y reducir la dependencia excesiva de las PYME de los préstamos bancarios. Un mejor acceso a la financiación de capital también beneficiará a las empresas que buscan innovar.

Al alentar a más PYMES a cotizar sus instrumentos financieros, también se amplían las alternativas de canalización de sus ahorros disponibles para inversores minoristas e institucionales, si bien para que esta participación sea más amplia y efectiva es necesario buscar vehículos que faciliten la inversión en este tipo de empresas. En este sentido, alguna fórmula de participación del sector público podría ser una buena alternativa de promoción para el acercamiento de los pequeños ahorradores a estas empresas.

## 3

## RELACIÓN DE HIPÓTESIS QUE AYUDAN A EXPLICAR EL DIAGNÓSTICO

Al hilo de todo lo comentado, parece evidente que al abordar el creciente divorcio de las empresas y las Bolsas nos encontramos ante un problema multifactorial y multicausal que no admite una receta omnicompreensiva única que pueda frenar o revertir el alejamiento de las partes.

Hay razones de fondo y otras muchas coyunturales no controlables. Para empezar, es posible que no se esté teniendo suficientemente en cuenta la opinión y la sensibilidad de los sujetos de quienes depende la decisión final de cotizar: las empresas. Así mismo, el propio desarrollo de los mercados y de la doctrina de protección del inversor, más la proliferación de productos financieros, han cargado de obligaciones de información a quienes deben sostener el subyacente: las empresas, nuevamente. Por otra parte, puede ser que no se hayan generado incentivos suficientes desde los poderes públicos para abolir determinadas barreras regulatorias, estructurales (de la industria financiera) y de las propias empresas (miedos, problemas sucesorios). Puede ser, incluso, que las empresas se hayan quedado sin sitio para estar en las Bolsas como estaban tradicionalmente por diferentes razones que van desde la escala de tamaños hasta la capacidad (o incapacidad) de los mercados para establecer valoraciones empresariales adaptadas al contenido de los nuevos negocios y la proliferación de aspectos intangibles en el desarrollo de los mismos.

Partimos pues de una idea central: la existencia de un mercado de valores amplio, participado, diversificado, transparente y regulado, en su justa medida, es un elemento muy positivo para apoyar procesos de desarrollo económico y social más rápidos y equilibrados. Esta idea es ampliamente compartida por numerosos e importantes agentes económicos, políticos e institucionales. Desde esta perspectiva, el objetivo de este trabajo es abrir vías de pensamiento que permitan detectar en qué hemos fallado estos años y resaltar lo que sí se puede hacer para incentivar la incorporación de más empresas a la cotización pública. Es decir, abrirlas a la participación de más inversores y a oportunidades de crecimiento y financiación que de otra forma no podrían conseguir.

## 3.1 /

## La visión de los responsables financieros de las empresas

Creo que es interesante empezar este análisis con comentarios sobre algunos trabajos académicos que han indagado en las razones que aducen los responsables financieros de las compañías para acudir o no a cotizar a los mercados. En este ámbito, además, se detectan diferencias relevantes entre aquellos de compañías norteamericanas y los de empresas europeas.

El principal motivo que persiguen los directores financieros cuando sacan a Bolsa sus compañías es que las acciones de sus empresas se negocien en un mercado de tal forma que se faciliten las futuras adquisiciones, mientras que no encuentra una fuerte evidencia en que la salida a Bolsa venga motivada por la reducción del coste de capital. Park (1990) compara para el mismo periodo temporal los resultados de las encuestas llevadas a cabo en una muestra de 37 compañías que se plantearon salir a Bolsa, pero acabaron desestimándola y una muestra de 212 empresas que potencialmente podrían haber salido a Bolsa (en función de sus ingresos) pero que no lo hicieron.

La investigación pone de manifiesto que los directores financieros buscan aprovechar las ventanas de oportunidad determinadas por la rentabilidad del mercado, pero, a la postre, son más bien las características propias de las empresas las que determinan su cotización. Así, los directores financieros de las

empresas más pequeñas, más jóvenes, que pertenecen a sectores de alta tecnología y financiadas con capital riesgo, dan más importancia a la mejora en la reputación que los directores de las empresas en las que se produce una mayor desinversión por parte de los propietarios en la salida a Bolsa.

En un estudio posterior, Brau et al. (2006) realizan una encuesta a 438 directores financieros de compañías que salieron a Bolsa en Estados Unidos en el periodo previo a la burbuja de las compañías “.com” (1996-1998) y el periodo posterior a dicha burbuja tecnológica (2000-2002), lo que les permite contrastar el mantenimiento de las razones para salir a Bolsa durante ese tiempo, así como la percepción de los directores financieros sobre la salida a Bolsa en momentos en que el mercado era alcista o bajista. Sus resultados indican que: (i) los directores financieros perciben las salidas a Bolsa como un vehículo para financiar el crecimiento de sus empresas; (ii) no consideran la salida a Bolsa como un mecanismo para facilitar la salida de los empresarios de sus compañías; (iii) en general, encuentran que la percepción de los directores financieros no cambia entre periodos alcistas y bajistas del mercado y (iv) si bien los directores financieros consideran que los costes directos de emisión (en particular los costes de aseguramiento y colocación) son un inconveniente importante en la decisión de salir a Bolsa, están más preocupados por los costes indirectos como el de la pérdida de confidencialidad.



El apartado de mercado más activo en salidas a Bolsa en España durante los últimos años ha sido BME Growth. Esta plataforma ha impulsado la reactivación de un sector relevante como el inmobiliario a través de las SOCIMI y, también, avanza un cambio y modernización de la estructura sectorial de la Bolsa española desde sus empresas más emergentes.

Por su parte, Bancel y Mitto (2009) llevan a cabo un trabajo similar en el contexto europeo. Su estudio comprende la encuesta a 78 directores financieros de empresas de 12 países europeos que salieron a Bolsa en el periodo comprendido entre 1994 y 2004. En este trabajo se analizan los beneficios y costes asociados a la salida a Bolsa desde el punto de vista de sus directores financieros y se comparan los resultados obtenidos con los de los dos estudios para el mercado americano.

Las principales conclusiones del trabajo de Bancel y Mitto (2009) son: (i) La mayoría de los directores financieros consideran que las principales ventajas de la salida a Bolsa son la mejora en la reputación y visibilidad, así como la financiación del crecimiento. Este resultado es consistente para todas las empresas y en todos los países de la muestra; (ii) Encuentran un soporte moderado por parte de los directores financieros a otros beneficios señalados en la literatura como facilitar la salida de los principales propietarios o facilitar las fusiones y absorciones posteriores, lo que contrasta con los resultados de Brau y Fawcett (2006); (iii) Si bien los directores financieros europeos ven beneficios similares a los directores financieros americanos en la salida a Bolsa como la financiación de las oportunidades de crecimiento, la creación de una “moneda de cambio” para facilitar futuras operaciones corporativas (fusiones y absorciones) o la liquidez de las acciones, hay diferencias sustanciales en dos cuestiones. En primer lugar, la consideración del control ejercido por el mercado. Así, mientras que para los directores europeos, este control es el principal beneficio de la salida a Bolsa, los directores financieros americanos lo consideran un coste importante. En segundo lugar, los directores financieros europeos no consideran los costes de la salida a Bolsa como una cuestión importante en sus decisiones, mientras que los directivos americanos están mucho más preocupados por los costes directos e indirectos de la salida a Bolsa. Los mismos autores intentan justificar esta

sensibilidad diferente respecto a los costes de la salida a Bolsa, a partir de dos posibles explicaciones: el hecho de que los costes de aseguramiento y colocación sean, en general, superiores en las ofertas públicas en Estados Unidos que en Europa, y en el hecho de que las empresas que salen a Bolsa en Europa son, por término medio, más grandes y viejas que las que salen a Bolsa en Estados Unidos; (iv) La decisión de salir a Bolsa no puede explicarse por una única teoría, ya que las empresas buscan múltiples beneficios con su salida al mercado. Además, los motivos para salir a Bolsa están condicionados por las características de las empresas; esto es, su estructura de propiedad, su tamaño y edad. Así, las compañías más grandes consideran como beneficio más importante de la salida a Bolsa el control del mercado, mientras que las empresas más pequeñas valoran más la posibilidad de captar recursos para financiar el crecimiento.

Por otra parte, las empresas familiares ven la salida a Bolsa como una oportunidad para mejorar su poder de negociación con sus proveedores financieros, sin dar tanta importancia al crecimiento inorgánico y a la liquidez de sus títulos, mientras que las compañías no familiares y más viejas valoran más el beneficio proporcionado por la mayor liquidez. Por último, los autores constatan que, aunque las percepciones de los directores financieros son muy similares entre los distintos países, hay diferencias sustanciales en cuanto a la estrategia de salida de los socios y en la supervisión externa. Así, en los países pertenecientes al sistema inglés (Reino Unido e Irlanda) se da una mayor valoración a la salida de la compañía por parte de los propietarios iniciales y se dan importantes cambios en la estructura de propiedad tras la salida a Bolsa; en los países pertenecientes al sistema civil (países de la Europa continental) los propietarios siguen manteniendo el control de la empresa después de empezar a cotizar.

### 3.2 /

## Cambios en las empresas inducidos por el desarrollo tecnológico

En el entorno actual y con las nuevas tecnologías como las redes móviles, el almacenamiento en la nube y la inteligencia artificial, diferentes fuerzas parecen estar empujando el panorama empresarial hacia dos puntos extremos: un pequeño número de grandes súper empresas y un amplio océano de pequeñas compañías, rentables, en muchos casos innovadoras y muy centradas en pequeños nichos de mercado. Todo lo demás, los negocios medianos que en EE.UU. van desde compañías que forman parte del Fortune 500 hasta otras de un activo en torno de los 100 millones de dólares-, encuentran mayores problemas para seguir creciendo.

Esta situación se puede apreciar claramente en la bolsa de Estados Unidos, cuando empresas como las denominadas FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix y Google) y algunas más entre las que destaca, por ejemplo, Microsoft han alcanzado elevadas valoraciones bursátiles sin precedentes. En el terreno de las startups, algunas empresas consiguen enormes rondas de financiación pero también hay otras que tienen problemas para sentarse con los inversores. Mientras -y al mismo tiempo-, compañías muy pequeñas, de reciente creación y especializadas en nichos de negocio concretos florecen y levantan capital más fácilmente que nunca procedente de los fondos de Private Equity, Capital Riesgo, business angels e incluso, aunque en menor escala, del equity crowdfunding.

Otra forma de ver la proliferación de pequeñas empresas es a través de los datos del censo de Estados Unidos, que muestran que el 76% de las compañías son unipersonales. En todo caso, la tecnología no solo está poniendo en riesgo los trabajos de la clase media sino también a las compañías medianas.

Amazon es un buen ejemplo de por qué las plataformas tecnológicas están creando extremos en el mundo empresarial. ¿Qué va a pasar en el medio? Las empresas medianas verán como poco a poco sus negocios son fagocitados por el enjambre de compañías de nicho. El centro del mercado está desapareciendo: esto es algo que constata Stulz (2018) al poner de manifiesto que el mercado bursátil tiene la mitad de tamaño del que tenía a mediados de los años noventa y es un 25% más pequeño de lo que era en 1976. La población de Estados Unidos ha crecido en un 50% desde mediados de los setenta, pero el número de compañías ha disminuido. De acuerdo con Stulz, en 1975 había 23 empresas por cada millón de ciudada-

nos, 12 más que ahora. Parece que ya no queda espacio para las empresas medianas en el mercado. En 1975, el 62% de las sociedades cotizadas tenía activos valorados en menos de 100 millones de dólares, si ajustamos el crecimiento de la inflación; ahora ese porcentaje ha caído hasta el 23%. De estos datos parece deducirse con pocas dudas que la propensión a cotizar es menor en todos los grupos de tamaño de empresa, pero más aún entre las empresas con menos de 5.000 empleados. Esto es debido a que los mercados se han vuelto poco atractivos para las pequeñas empresas y las existentes son más grandes y antiguas.

### 3.3 / El efecto de los intangibles

Desde el punto de vista académico, una de las últimas y principales líneas argumentales para tratar de explicar estos hechos es que la importancia de la inversión intangible ha crecido y que las Bolsas no son plataformas adecuadas para valorar a las empresas jóvenes que hacen un uso intensivo de la investigación y el desarrollo. Estas nuevas compañías con mayor peso de activos intangibles en su estructura necesitan mucho menos capital propio para arrancar ideas y crecer. Además, dado que existe abundante capital disponible para tales empresas sin necesidad de salir a Bolsa, tienen pocos incentivos para hacerlo hasta que lleguen al punto en su ciclo de vida donde se centren más en retribuir a los accionistas que en la captación de capital.

La intangibilidad hace los negocios más escalables y, por tanto, capaces de contratar externamente (y de manera más barata) servicios necesarios para su producción sin necesidad de demandar capital para desarrollarlos internamente. La intangibilidad también permite explotar la expansión de un producto o servicio para vender más unidades sin tener que realizar inversiones en plantas nuevas de producción (como puede ocurrir, por ejemplo, con los coches). Además, estas empresas con más intangibles tampoco se financian bien con deuda en los mercados porque esos “intangibles” no son buenas garantías para los tomadores de deuda (prestamistas). Son causas que potencialmente pueden inducir a las pequeñas empresas jóvenes a no usar los mercados públicos para obtener financiación, ya que creen que pueden obtener fondos en mejores condiciones en otros lugares. También podría ser que los propietarios de estas empresas prefieran ser adquiridos con una buena oferta antes que salir a Bolsa. Sea como sea, el resultado es que desde hace unos años los mercados de valores no parecen ser atractivos para este tipo de empresas.

En esta misma línea argumental, circula también en ámbitos académicos la discusión sobre si las normas contables son o no adecuadas para según qué tipos de empresas. Desde este punto de vista también podría haber elementos explicativos de porqué la transparencia casa mal con las empresas basadas en intangibles y porqué la información regulada que exigen normalmente los mercados para permanecer en ellos, puede ser un desincentivo para estas empresas.

Las empresas cotizadas están sujetas a estrictas reglas de divulgación de información y deben seguir las normas contables de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (PCGA) por ejemplo en el caso de los Estados Unidos. Tanto las reglas de divulgación como la contabilidad GAAP pueden ser problemáticas para las empresas que son pesadas en activos intangibles (Leuz y Wysocki, 2016). Si una empresa está construyendo una nueva planta es fácil que revele que lo está haciendo. Nadie puede robársela. No es lo mismo el caso de la empresa que tiene un programa intensivo de I+D. Al revelar detalles de ese programa regala algunas de sus ideas. Otras empresas pueden construir sobre lo que aprenden. Mientras que si una empresa trata de revelar lo menos posible que pueda ser apropiado enfrenta el difícil problema de que si lo hace muy poco los extraños no pueden evaluar su valor correctamente y es probable que la valoren con un descuento. Como resultado, la empresa puede quedar atrapada en una situación sin salida: si revela demasiado, su valor disminuye porque los de afuera puede usar lo que revela para enriquecerse, pero si revela muy poco, sus acciones se descuentan debido a la incertidumbre del inversor.

Por otro lado, la propia normativa contable puede crear problemas propios. Las reglas de contabilidad, por definición, son conservadoras. Si una empresa adquiere un edificio, lo registrará al coste de

# ACCIONES Y POSIBLES MEDIDAS PARA ATRAER A LAS EMPRESAS A LAS BOLSAS

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

adquisición. La creencia es que el edificio fue adquirido a un precio de mercado y podría ser vendido a ese precio de mercado. Sin embargo, si una empresa gasta una gran cantidad de dinero en salarios de los investigadores, la contabilidad no considera estos salarios como una inversión en un proyecto de investigación que es un activo en su balance. Por el contrario, estos salarios se tratan como un gasto que disminuye la rentabilidad de la empresa. Por tanto, se deduce que los PCGA pueden tener un sesgo inherente contra los activos intangibles (Lev y Gu, 2016). Puede ser que la contabilidad no sea tan informativa para empresas con activos intangibles como lo es para empresas con activos tangibles. Los inversores se basan en datos contables para evaluar el valor de una empresa. Si los datos contables no son muy informativos, los inversores serán más escépticos sobre el valor de la compañía.

La contabilidad conservadora es valiosa para las empresas que quieren emitir deuda dirigida a inversores, ya que proporciona una mejor aproximación de las garantías disponibles para proteger a sus deudores. Sin embargo, las empresas con grandes cantidades de activos intangibles generalmente no emiten deuda pública. Los activos intangibles suelen ser una mala garantía para los préstamos. Jensen cree que la propiedad concentrada (la no cotización) es valiosa para reducir los costes de agencia del flujo de caja libre. Una empresa con activos intangibles valiosos puede transmitir mejor la información sobre el valor de estos activos sin preocuparse tanto por la expropiación cuando puede hacerlo para los grandes inversores potenciales en su capital en lugar de cuando tiene que hacerlo a un público más abierto y de forma obligatoria (como ocurre con la cotización). Puede hacerlo aún mejor si los inversores potenciales tienen conocimiento especializado sobre el tipo de capital intangible que la empresa está desarrollando que, generalmente, sería el caso para inversores de capital riesgo que están en una mejor posición para evaluar el valor de los activos intangibles. Por lo tanto, desde este punto de vista, hay quienes plantean que la cotización en Bolsa solo podría ser una segunda mejor solución.

La conjunción de las cifras descendentes de empresas cotizadas y las causas comentadas permite, en alguna medida, concluir que el desarrollo financiero de Estados Unidos ha evolucionado de tal manera que algunos tipos de empresas se pueden financiar de manera más eficiente a través de fuentes privadas que a través de mercados públicos porque las propiedades intrínsecas de los activos intangibles dificultan su financiación en Bolsa. Si esto es así, no sería probable que ninguna acción desreguladora restableciera un flujo positivo de empresas hacia los mercados de valores.

### 3.4 / Otros factores determinantes

Otra línea explicativa del porqué hay empresas que no quieren acceder a cotizar en un mercado es aquella que apunta a que el aumento de la competencia y las comunicaciones por la reducción de tiempos lleva a algunos empresarios a preferir “vender” el negocio antes que a buscar más capital para crecer porque hay poco tiempo para explotar el éxito en exclusiva: mejor vender o especular con el “potencial”. Los flujos o pozos de financiación y los proyectos de negocio se ponen en contacto de una manera mucho más fácil y natural que hace años: es más fácil encontrar financiación accesible en todo el mundo (no solo local).

Además, a todo esto, hay que añadir una variable hasta cierto punto coyuntural como es que la financiación vía deuda es barata ya que los tipos de interés llevan estancados muchos años en niveles muy reducidos. Una situación que, con la pandemia y la crisis que esta arrastra, tiene visos de perpetuarse a medio e incluso a largo plazo, cuando parecía hace un año que se avanzaba a un escenario de tipos más normalizados.

Con relación a las obligaciones de información pública, ya comentadas antes, un argumento persistente es que las empresas no quieren ser cotizadas debido a la regulación. Esta razón, en Estados Unidos, a menudo invoca la Ley Sarbanes-Oxley de 2002, la Regulation Fair Disclosure (Reg FD), y otras restricciones impuestas a los analistas y la comunidad de servicios financieros a principios de la década de 2000.

En contra de este argumento, muchos otros expertos opinan que si alguna acción reguladora desempeñó un papel en la disminución de las empresas cotizadas en 1990 fueron las acciones desreguladoras que aumentaron el número de inversores más allá del cual una empresa tiene que cotizar sus valores en un mercado público regulado. En otras palabras, esta desregulación facilitó que las empresas recaudaran fondos sin necesidad de acudir a los mercados.

Otras acciones desreguladoras tuvieron lugar después de los años 90. Las empresas que salían a Bolsa podían beneficiarse de tener valores registrados en la Bolsa de Valores de EE. UU porque la SEC les permitía emitir más acciones o deuda pública en condiciones favorables y usar el capital captado como moneda para hacer adquisiciones.

Recopilando posibles causas y cambios que pueden estar detrás del desapego creciente de las empresas por las Bolsas, podríamos pues citar tres variables determinantes: (1) los cambios regulatorios han hecho que sea más fácil recaudar fondos en privado (Fontenay, 2016); (2) los cambios tecnológicos han hecho mucho más fácil buscar inversores y recopilar información y (3) las empresas jóvenes no requieren tanto capital en su fase de desarrollo como solían hacerlo (Davis, 2016, entre otros). Como señalábamos anteriormente, Internet ha hecho más asequible encontrar capital (inversores) para las empresas y, además, ha hecho posible universalizar la consecución de servicios importantes para construir un negocio que antes había que desarrollar internamente con un importante coste de capitales propios.

A la luz de todos los factores mencionados, no es de extrañar que Ewens y Farre-Mensa (2017) documenten que las "startups" privadas ahora pueden "lograr captación de capital (...) históricamente disponible solo para sus pares públicos o cotizados". Internet ha reducido drásticamente los costes de búsqueda de financiación y, en mi opinión, este es otro de los puntos clave. Esto se aplica a encontrar inversores. Sin embargo, quizás más importante aún, este medio ha hecho posible que las empresas jóvenes encuentren y contraten una amplia variedad de servicios que tendrían que haber construido internamente a un gran coste en el pasado. Una empresa con una buena idea para un producto de fabricación puede fácilmente producirlo en el exterior sin tener que construir una planta. Una firma que necesita mucho poder de computación puede arrendarlo a bajo coste. Una empresa ahora puede alquilar una oficina administrativa más fácilmente.

Todos estos cambios significan que las primeras etapas de la vida de una empresa requieren mucho menos capital de lo que solían hacerlo. Junto con la velocidad de las comunicaciones se ha acentuado la competencia y eso hace más corto el tiempo que se tiene en exclusiva para desarrollar y explotar una idea de negocio: es más atractivo (y fácil) levantar el negocio para venderlo que para sacarlo a Bolsa y continuar con la expansión. De nuevo, otra situación que ha llevado a reducir, desde el punto de vista de estas empresas, la necesidad de cotización bursátil. Esto es aún más fácil de ver (y de que ocurra) en empresas con intangibles donde la escalabilidad de las distintas partes de la cadena de producción de servicios es mucho más alta. Otras variables también han jugado un papel en la disminución en el número de empresas cotizadas. En este sentido, las fusiones son un factor que conduce a un aumento en la reducción o eliminación del número de empresas cotizadas. Si bien históricamente la literatura en economía financiera ha enfatizado el papel de las fusiones en la mejora de la eficiencia mediante la creación de sinergias, no está claro que se pueda aplicar esta visión de las fusiones al tipo de fusiones que tuvo lugar en la década de 2000.

Y no acaban aquí los obstáculos que jalonan el camino de las empresas hacia las Bolsas. En estos últimos años, el ecosistema que sirve de apoyo a las empresas que llevan a cabo OPIs (intermediarios, dealers, brokers) ha sufrido mucho como consecuencia del impacto de los cambios regulatorios. También está la sensación de excesivo escrutinio al que se consideran sometidas las empresas cotizadas, en relación a las que no cotizan, los bajos tipos de interés sostenidos y el tratamiento fiscal favorable durante años a la financiación con deuda, son otro conjunto de razones que hacen dudar a las empresas.

## 3.5 /

## Los factores que se apuntan hoy desde la Comisión Europea

El informe “European IPO Report 2020: Recommendations to improve conditions for European IPO markets”, encargado por la Comisión Europea pone de manifiesto este problema de caída en el número de OPIs en todas las bolsas europeas (Nagtegaal, 2020). Las principales razones por las que se ha producido un enfriamiento generalizado de la cotización bursátil según dicho informe serían (p. 11): falta de liquidez de las empresas cotizadas; cargas regulatorias por los trámites exigidos en la salida a bolsa a través de OPIs; incremento del número de empresas que tratan de crecer a través de fusiones y adquisiciones en lugar de por la financiación bursátil; requerimientos de documentación para los gestores de empresas cotizadas que les impiden afrontar determinadas inversiones; la falta de “cultura de mercado” (equity culture) que hace las empresas familiares, especialmente, duden en salir a Bolsa y modificar su estructura de propiedad (en España, creo que este factor es muy importante); regulaciones estrictas que limitan la posibilidad de que los inversores minoristas tengan una participación activa en el mercado (lo que limita la liquidez potencial de los valores); los efectos de los cambios en la estructura de mercado bajo la nueva MiFID II y la separación entre análisis de compañías e intermediación y venta de valores que tampoco favorecen en nada la visibilidad y liquidez de los valores, especialmente los de tamaño medio y pequeño; caída en el número de gestores de fondos de inversión como consecuencia de dicha MiFID II; y, como consecuencia de todo lo anterior, creciente inseguridad acerca del éxito del proceso de salida a Bolsa a través de OPI, al que puede unirse cierta falta de cultura inversora en activos financieros en muchos países.

Así mismo, el reciente informe de Oxera Consulting LLP (2020) expone las razones vinculadas con el “listing” y “delisting”, esto es, la motivación para cotizar y dejar de cotizar en las Bolsas. En este sentido, dicho informe presenta como razones principales por las que las grandes empresas no buscan la cotización bursátil, lo que se traduce en este déficit de empresas que salen o se mantienen en la Bolsa, básicamente cuatro: (1) que el entorno para la cotización no es favorable; (2) la pérdida de control al comenzar a cotizar; (3) los costes de agencia y beneficios privados del control y (4) el cortoplacismo de los inversores en Bolsa.

A lo largo de todo este apartado he tratado de plantear la problemática de la situación que nos ocupa desde múltiples análisis y puntos de vista emitidos por diferentes investigadores e instituciones. Lo concluyente de la investigación académica, en mi opinión, es que las empresas no solo para salir a Bolsa sino para mantenerse en ella, han de verse compensadas en los costes y obligaciones que supone. Y lo que los datos fríos de admisiones y exclusiones sugieren desde hace años en casi todo el mundo es que esto no parece ser así, en términos generales y excluyendo algunos ejemplos de sectores donde los políticos parecen haber acertado exigiendo la cotización como medio de control de un proceso de reordenación (véase las SOCIMIs en España).

## 4

## ACCIONES Y POSIBLES MEDIDAS PARA ATRAER A LAS EMPRESAS A LAS BOLSAS

Reactivar las salidas a Bolsa y aumentar la presencia de los mercados como canales de financiación adecuados para construir economías más sólidas y apoyar una más rápida recuperación tras la crisis, son objetivos declarados por las autoridades económicas europeas. Es, de esta forma, una ocasión propicia para revertir de manera solvente la tendencia sostenida desde hace años de reducción del número de empresas cotizadas en mercados de valores.

El argumento fundamental para aportar ideas en este ámbito lo recoge la Comisión Europea en el nuevo Plan de Acción para la Unión de los Mercados de Capitales. Según dicho Plan las economías en las que los mercados tienen una mayor participación en la financiación de las empresas están mejor equipadas para manejar choques económicos, crear empleos, permitir a los inversores participar en la valoración de empresas, así como en la creación de compañías de rápido crecimiento y asignar más fondos hacia una economía sostenible. Además, en el informe europeo sobre OPIs, mencionado en el punto anterior, se detallan algunas consecuencias para la sociedad derivadas de la escasez de empresas que acuden a los mercados.

En este apartado expongo un conjunto de propuestas que pueden convertirse en medidas que aumenten el atractivo de las Bolsas o, en general, los mercados de valores para las empresas. Realizada la revisión de la literatura académica y de las medidas que se están aportando desde distintos organismos, propongo seguidamente un compendio de medidas que, en mi opinión, pueden contribuir a activar y agilizar el número de OPIs y compensar esta caída generalizada en el número global de salidas a Bolsa. Son las siguientes:

**1. Promover la participación de las pequeñas y medianas empresas en los mercados de valores.** En este sentido, una medida favorable ha sido para el mercado de valores español la creación inicial del MAB como Mercado de PYMEs en expansión y su reciente paso a denominarse BME Growth tras conseguir por parte de la CNMV el reconocimiento de la categoría europea

Se ha comprobado que eliminar algunos trámites burocráticos y reducir las obligaciones informativas sin renunciar a la transparencia, invita a más empresas jóvenes, innovadoras y de rápido crecimiento a emitir acciones y bonos en mercados públicos como las Bolsas. Esto podría contribuir al crecimiento del tamaño de las PYME de la UE. Por ejemplo, las empresas que cotizan sus acciones en AIM en el Reino Unido muestran en promedio un crecimiento de la facturación del 43% en el año posterior a su OPI.

de Growth Market. Esta nueva categoría está recogida en MiFID II con el objetivo de impulsar la financiación de las empresas de menor tamaño a través de su presencia en los mercados financieros y se desarrolla en el marco de la iniciativa Capital Markets Union (CMU). Formar parte de esta categoría supone que los estándares de calidad y transparencia de este mercado de BME son homogéneos con los de otros Growth Markets de Europa. Este reconocimiento permite también la aplicación de ciertos alivios en la obligación de mantener las listas de iniciados (personas ligadas a la empresa poseedoras de información sensible) que exige la regulación de abuso de mercado o la posibilidad de utilizar modelos de folletos de emisión más sencillos para captar fondos e incluso para dar el salto del mercado Growth al mercado principal de la Bolsa. También es muy destacable el ejemplo de Hungría. El impulso a su mercado de valores se articula en distintos pilares, entre ellos que la Bolsa de valores opera un mercado exclusivo para las pymes llamado XtendMarket con cotización rebajada y menores requisitos.

**2. Acelerar la puesta en marcha de alternativas europeas de inversión público-privada previas a la cotización (SME IPO Fund Options).** En estos momentos, la Comisión Europea está trabajando intensamente en el desarrollo de instrumentos de inversión con el objeto de ayudar al incremento del uso de las OPIs en Europa como medio de que las empresas de pequeña y mediana capitalización con gran potencial de crecimiento puedan obtener capital de inversores públicos y privados a través de tres fórmulas: la inversión directa, los Fondos de Fondos (FoF) y los Special Purpose Vehicle (SPV). En el caso de la inversión directa en fondos de capital de PYME, el nivel de dicha inversión debería ser acordado caso por caso. Por su parte, en el Fondo de Fondos (FoF) de la UE, lo ideal es hacerlo junto con el sector privado. Se trataría de que el FoF tuviese al menos un 25% de inversión de la UE y, como mínimo, un 30% de inversión del sector privado. El FoF apoyaría fondos público-privados en toda la UE que invirtieran en OPIs de PYMEs. Finalmente, la inversión de la UE en un SPV también sería con el sector privado. El SPV tendría al menos un 25% de inversión pública del gobierno de la UE y un mínimo del 30% de inversión del sector privado.

**3. Abundar en medidas nacionales ya propuestas sobre posibles vehículos de inversión en empresas pequeñas y medianas con potencial de crecimiento.** Como se ha comentado en este informe, la financiación de las PYME a través del mercado de valores es beneficiosa para el crecimiento de la economía, sobre todo la que se hace a través de ampliaciones de capital. La dificultad estriba en encontrar inversores dispuestos a arriesgar su dinero en este tipo de compañías, que son más pequeñas, menos líquidas y menos conocidas. En países de nuestro entorno se están utilizando diversas fórmulas para impulsar la inversión en PYME en expansión. En Gran Bretaña, por ejemplo, existen dos vehículos principales que, a través de sus incentivos fiscales hacia los inversores, están diseñados para facilitar la financiación y liquidez de las PYME para impulsar su crecimiento que son los Venture Capital Trust (VCT) y Enterprise Investment Scheme (EIS). Los VCT son instituciones de inversión colectiva de carácter cerrado (no permiten suscripciones y reembolsos una vez constituidos) similares a otras entidades de capital riesgo, pero, a diferencia de éstas y de otros vehículos de inversión similares, los VTC deben estar cotizando en los mercados de capitales para que gocen de una cierta liquidez. Los EIS fueron creados en el periodo 1993-1994 y, como en los VTC, este vehículo está diseñado para atraer inversores minoristas hacia las PYME con el objetivo de que éstas puedan obtener financiación alternativa para hacer crecer su negocio. Básicamente, la idea gira en torno a los incentivos fiscales que proporcionan cada uno de ellos. Desde los mercados españoles se han propuesto a la CNMV tres medidas que parecen oportunas: (i) regular la figura del Fondo de Inversión que inviertan en empresas de reducida capitalización establecidas en España (FIRCE). Esta fórmula o similar, ya está implantada y funciona con éxito en varios países europeos. Se tratarían de fondos de inversión abiertos, sujetos a la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (Ley 35/2003), autorizados en España (art. 2.1.a) Ley 35/2003), y por tanto bajo la supervisión de la CNMV; (ii) Crear una figura en España similar a las Enterprise Investment Scheme (EIS) de Reino Unido o incluso, en cierta medida, con características de los Fondos de Inversión a Largo Plazo Europeos (FILPE); (iii) Adaptación de una figura ya existente en la regulación española, las entidades de capital-riesgo (ECR). Fueron creadas en el año 1976 en nuestro país y han sido objeto de diversas modificaciones (1986, 1999, 2005). El objetivo de las modificaciones propuestas en dicha

regulación es potenciar la creación de ECR especializadas en valores presentes en BME Growth, vehículo muy similar a los mencionados Venture Capital Trust (VCT) de Gran Bretaña o a los FPCR franceses y, en cierta medida, a los FILPE.

#### 4. Crear una cultura de participación en los mercados de acciones. Es fundamental promover este aspecto.

De hecho, menos de la mitad de los hogares europeos (43%) invierten en cualquier tipo de activos financieros distintos de los depósitos bancarios, con la notable excepción de Suecia, donde más del 60% de los hogares sí invierten. Los ciudadanos de la UE incluyen algunos de los "mejores inversores del mundo (Suecia, Dinamarca), así como aquellos que puntúan por debajo del nivel global promedio (Rumania, Portugal) en las clasificaciones de educación financiera". Además, existen diferencias notables entre hombres y mujeres, jóvenes y ancianos, en lo que se refiere al nivel de educación financiera. En este sentido, considero primordial promocionar la educación financiera para generar una cultura inversora entre la ciudadanía que entienda la importancia de tener una Bolsa de valores fuerte con muchas empresas cotizadas, es decir, un mercado financiero amplio. El Día de la Educación Financiera que desde hace 13 años se celebra el primer lunes de octubre y agrupa iniciativas y jornadas de divulgación financiera, es un buen ejemplo de difusión de conocimiento y de intento de trasladar a la sociedad la importancia de la cultura financiera.

#### 5. Mejorar los incentivos fiscales de la cotización y de las OPIs.

En este sentido, Suecia es un ejemplo exitoso en el que un tratamiento fiscal especial del ahorro en fondos y acciones ha promovido muchas inversiones. En 2012, se introdujo un tratamiento especial para las cuentas de ahorro para inversiones (ISK), donde en lugar de pagar el impuesto sobre las ganancias de capital ahorrador se paga una tasa impositiva estándar anual. De acuerdo con la Asociación Nórdica de Valores hay 3,3 millones de inversiones en cuentas de ahorro en Suecia. Un ejemplo lo proporciona una carta abierta del fundador de la aplicación de transmisión de música Spotify a los políticos suecos enviado en 2016, donde manifestaron que, para ser competitivos como una empresa atractiva para el talento internacional, necesitaban ofrecer programas de opciones sobre acciones para empleados, algo considerado imposible según la legislación fiscal sueca y, por tanto, se solicitó una revisión. Las opciones sobre acciones de los empleados deben ser gravadas cuando se ejerce, no cuando se concede. Así mismo, es preciso un tratamiento fiscal adecuado de los dividendos y las ganancias de capital. Se trata, en suma, de desarrollar estímulos fiscales desde la Administración que traten de facilitar y motivar la cotización bursátil, es decir, si desde las instituciones se considera que es favorable tener una Bolsa amplia, potente y desarrollada con un importante número de empresas cotizadas, si esto es así, la mejor forma de demostrarlo desde la Administración es desarrollando medidas fiscales favorables a la cotización bursátil.

#### 6. Promover, por parte de los poderes públicos y con apoyo del sector privado, un "espacio" para la formación y el asesoramiento independiente y gratuito a las empresas en materia de financiación

incluso el establecimiento de ayudas condicionadas a la presencia de las empresas en los mercados y a la transparencia en materia financiera, de gobierno corporativo y sostenibilidad. Se trata, en suma, de ayudarlas en su camino hacia el posicionamiento en mercados públicos de cotización tanto de acciones como de renta fija.

#### 7. Desarrollar un marco regulatorio equilibrado que también permita la innovación.

En los últimos años, las ofertas iniciales de criptomonedas (ICO) han comenzado a tener protagonismo. Han sido elogiadas por su simplicidad en comparación con las OPIs y se describen como una forma rápida y sin complicaciones de recaudar cantidades significativas de dinero, además de permitir pasar por alto el capital de riesgo, son a priori opciones fáciles de obtención de financiación, que ofrecen una preparación más rápida y menores costes en comparación con las OPIs tradicionales. También, el mercado de criptoactivos ha comenzado a desarrollarse y la Unión Europea ha publicado un primer borrador de la regulación conocida como MiCA (Market in Cripto Assets). Un ejemplo es el mercado de Croacia, donde se realizaron importantes inversiones en criptoactivos, mientras que al mismo tiempo ninguna empresa llegó al mercado primario. El campo de juego desigual que puede surgir necesitaría ser

abordado ya que los criptoactivos en este caso se han beneficiado de la falta de requisitos de regulación, incluso en términos de protección del inversor. Otro ejemplo claro es el de Francia que ha sido uno de los primeros países en introducir una legislación para las ICOs. La Loi Pacte incluye un marco específico para emisores de tokens y proveedores de servicios en activos digitales. Los políticos franceses buscan hacer más eficientes los mercados de capitales al apoyar el uso de la tecnología. Sin embargo, debe garantizarse una protección adecuada del inversor a través de requisitos de divulgación altamente estandarizados. Combinando tecnologías innovadoras, por ejemplo, blockchain con mercado establecido y regulado, sería una potencial elección natural para asegurar la estabilidad del mercado aprovechando el potencial innovador a través de FinTech.

**8. Desarrollar y promover el diálogo entre empresas e inversores.** Hacer el reporting más accesible a los inversores. Recientemente, el Financial Reporting Council adoptó una nueva versión del Código de administración del Reino Unido publicado en octubre de 2019. Así mismo, se incluye un código actualmente en desarrollo en Alemania y existen también en Dinamarca, Italia y Holanda. Por su parte, la Directiva de la UE sobre los derechos de los accionistas contiene un artículo específico sobre "Política de participación" (artículo 3g). Este artículo codifica los principios de los códigos nacionales de administración existentes a nivel de la UE. Esta medida es muy importante porque para mejorar el mercado de OPIs es fundamental mantener una mejor y más activa comunicación entre inversores y potenciales emisores. En el pasado, era práctica habitual que las empresas se preparasen para la OPI tomando contacto con los potenciales inversores objetivo (fundamentalmente con los institucionales) para lograr un feed-back directo de ellos acerca de las posibilidades de éxito de la OPI. Esta práctica ayudaba a las empresas a estructurar la oferta y definir de manera más adecuada el precio y la cantidad de acciones a colocar. Sin embargo, el régimen regulatorio de MiFID II impide esta práctica poniendo barreras administrativas adicionales sobre los inversores institucionales cuando conocen a los candidatos a una OPI. Esto ha hecho que muchos inversores institucionales rechacen tomar contacto con estas empresas y por ello, en este contexto, adoptar medidas que mejoren el "reporting", es decir, la información y comunicación a los inversores sobre la situación de la empresa a los inversores, sea algo crucial.

**9. Reconocer el papel fundamental que tienen los mercados de capitales públicos en el desarrollo de una economía sostenible.** A medida que los aspectos y riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) son cada vez más importantes para la sociedad y para los inversores, es probable que el coste de capital aumente en las empresas que omitan o proporcionen poca información sobre estos temas. Este aspecto es primordial en los mercados de valores en la actualidad.

**10. Promover y eliminar trabas a la actuación de los inversores institucionales, como por ejemplo los fondos de pensiones.** En algunos casos, existían requisitos o prácticas de supervisión que impedían que los fondos de pensiones invirtiesen en acciones o empresas PYME que cotizan. Un ejemplo de ello es Bulgaria, donde los cambios en los estatutos de los fondos de pensiones llevaron efectivamente a fondos que limitan sus inversiones a las empresas integrantes del índice principal solamente. Como resultado, el capital de los fondos de pensiones es solo marginalmente utilizado para financiar empresas locales y asegurar crecimiento para los futuros pensionistas. Sin embargo, esto es negativo dado que se limita la posibilidad de que los fondos de pensiones puedan jugar un papel muy positivo en el desarrollo de los mercados de capitales locales y crear crecimiento a nivel local. La apertura siempre es favorable.

**11. Promover la participación de los inversores minoristas.** En los mercados financieros, la diversidad de participantes es extraordinariamente importante porque aporta diferentes perspectivas y preferencias. Sin embargo, los inversores finales en Europa parecen estar canalizados hacia productos intermedios que proporcionan bajas rentabilidades y que tienen alto riesgo. Según Constancio et al. (2019), comparados con Estados Unidos, los hogares – inversores minoristas – de la Unión Europea invierten, en menor medida, en acciones de manera directa (19%) que los de Estados Unidos, que man-

tienen un 35,6% en acciones. Por consiguiente, existe la necesidad de cambiar ese desequilibrio y tratar de potenciar la participación directa de los inversores minoristas en las Bolsas. La inversión directa a largo plazo en Bolsa, en el mercado de acciones, proporciona de manera consistente rentabilidades más elevadas que cualquier otro tipo de inversión. Es por ello que se está ofreciendo un servicio de suscripción a clientes minoristas que faciliten su participación en los mercados de renta variable. Por ejemplo, Deutsche Börse (la Bolsa alemana) ofrece un servicio de suscripción llamado DirectPlace que permite a los minoristas enviar órdenes a través de su banco custodio durante la fase de suscripción. También hay otras empresas FinTech, centradas en crear posibilidades para que participen inversores minoristas en una oferta primaria.

## 12. Potenciar iniciativas concretas consensuadas entre los responsables políticos y los mercados.

Un ejemplo es el desarrollo de los mercados alternativos, o la simplificación de folletos, especialmente desde la crisis de 2007 y en el marco de la Unión de los Mercados de Capitales. Por otro lado, en esta situación de crisis derivada de la pandemia por el coronavirus, se están tomando una serie de medidas post Covid-19, con el objeto de relajar las condiciones para ampliar capital. Esta idea es extrapolable al propio proceso de salida a Bolsa. Es evidente que, si los gobiernos quieren, pueden apoyar de una manera mucho más directa el uso de mecanismos de financiación y participación de los inversores a través de los mercados y eso, precisamente, es lo que se trata de promover en el presente documento. De hecho, en julio de 2020, se aprobó un Proyecto de Ley para trasponer la Directiva UE 2017/828 sobre implicación a largo plazo de los accionistas. En dicho proyecto, se presentan una serie de medidas de flexibilización del régimen de emisión de acciones y de obligaciones convertibles por parte de las sociedades cotizadas. El objetivo primordial es simplificar y agilizar los procesos de captación de capital en el mercado por parte de sociedades cotizadas y de compañías con acciones admitidas a negociación en sistemas multilaterales de negociación. En relación, por ejemplo, con los aumentos de capital y, en particular, con los realizados con cargo a aportaciones dinerarias, se contempla la reducción del plazo mínimo para el ejercicio del derecho de suscripción preferente ("DSP") a 10 días frente a los 15 actuales. Y, en concreto, para los aumentos con exclusión del DSP, dicho Proyecto elimina con carácter general para las cotizadas la necesidad de obtener un informe de un experto/auditor independiente que se pronuncie sobre el valor razonable de las acciones y limita a un 25% del capital social la posible delegación en el consejo de la facultad de aumentar el capital con exclusión del DSP – esto no afecta al límite general del 50% que aplica a la figura del capital autorizado –.

## 13. Acelerar las modificaciones de la regulación cuando se considere que no cumple con los objetivos,

como se ha hecho por ejemplo con las medidas para dar marcha atrás a algunos apartados de la MiFID II para tratar de combatir los efectos de reducción de la actividad económica derivados de Covid-19. Dado que la cobertura de análisis de los pequeños valores en la UE ha sufrido una apreciable reducción con la entrada en vigor de MiFID II y, más aún, con el estallido de la pandemia de Covid-19, desde la Comisión Europea se están tomando medidas para remediar el problema. Entre ellas, que las compañías con una capitalización máxima de 1.000 millones y también las emisiones de renta fija tengan grandes ventajas. Por ello, los intermediarios no tendrán que desglosar el coste de sus informes de los gastos de intermediación y de esto se beneficiarán más de 60 empresas cotizadas españolas. Con esto se facilitan las ampliaciones de capital, las emisiones de deuda y las salidas a Bolsa, que es el asunto que nos ocupa en este artículo. Con esta norma, si hay un acuerdo previo entre el inversor y el intermediario no tendrán que separarse los costes en dos partidas, ejecución y análisis, para las compañías con una capitalización media en los últimos 12 meses que no supere los 1.000 millones de euros y, claramente, el detonante de esta decisión ha sido la pandemia del coronavirus. La Comisión Europea espera que la exención de la norma de separar los costes suponga una suerte de alfombra roja a la hora de obtener recursos financieros, sean del tipo que sean, para las empresas de menor tamaño.

## 14. Analizar las ventajas e inconvenientes de fórmulas novedosas de entrada en los mercados como por ejemplo las SPAC (Special Purpose Acquisition Company).

Constantemente están apareciendo nuevas figuras en los mercados de valores que deben ser analizadas en profundidad por parte de los reguladores y de los mercados, como instrumentos potenciales para ayudar a combatir la escasez de OPIs. En un entorno tan complejo

como el que se ha analizado en este trabajo, un vehículo que está teniendo un crecimiento notable en los mercados y especialmente en NYSE en menor medida en Nasdaq e incluso en Euronext ya se ha listado alguno, son las denominadas SPAC. Este tipo de compañías se crean y se admiten a cotización tan solo con el propósito único de reunir el capital suficiente para luego realizar una potencial fusión o adquisición de otra compañía ya existente no cotizada, que de esta forma pasaría indirectamente a estar cotizada de forma más sencilla que si tuviera que cumplir todos los trámites por ella misma o para cualquier oportunidad futura de compra. Por tanto, estaríamos hablando de una Shell Company o compañía instrumental que no tiene actividad ni operación alguna y en general está promovida por grupos especializados en una industria o sector particular, para buscar oportunidades en nichos muy concretos en los que tienen gran experiencia. El dinero queda recaudado inicialmente queda retenido en una cuenta de la cual los promotores no pueden disponer salvo para realizar inversiones en el sector prometido (con autorización previa de los inversores) y, si no lo consiguen, tras transcurrir un plazo acordado, devolver el dinero a los inversores liquidando la compañía. Las ventajas de las SPAC, desde el punto de vista del inversor, es que permite el acceso a operaciones tipo capital riesgo, leveraged buyout (compra apalancada), etc. que quedan fuera del alcance del pequeño inversor particular (si bien ya existe algún Fondo Cotizado o ETF que invierte en operaciones de estas características y al que puede acceder el inversor minorista). Desde el punto de vista de la compañía adquirida e integrada en la SPAC también tendría grandes ventajas, como un incremento del valor de la empresa, así como el principal, que sería lograr cotizar en Bolsa, porque el SPAC adquirente ya estaría cotizado; la empresa adquirida sustituye luego al SPAC al fusionarse con este. El protagonismo de vehículos de este tipo parece estar relacionado con algunos de los factores analizados en este trabajo y en particular con el peso de la regulación aplicada sobre las empresas cotizadas que, de esta forma, buscan mecanismos que agilicen y faciliten la cotización y a la vez faciliten a los inversores minoristas la participación en empresas que sin la utilización de estos vehículos estarían limitadas al capital riesgo o capital privado. Es esta una fórmula en fuerte crecimiento, aunque sujeto a cierta controversia, en EE.UU. pero que merece ser analizado en profundidad por reguladores y mercados para su posible utilización en las Bolsas europeas y la española en particular.

**15. Adaptar figuras como la del Direct Listing a la realidad española y europea,** como en la actualidad hace la Bolsa de Nueva York (NYSE) en EEUU como alternativa a las OPIs tradicionales evitando el proceso de Oferta Pública de Venta y realizando la distribución de títulos entre los inversores en la primera sesión bursátil. En realidad, no es un mecanismo de salida a Bolsa nuevo en nuestro país. De hecho, estudios empíricos para el mercado de valores español documentan que esta era una forma de salida a Bolsa bastante habitual. La preponderancia de las OPIs tal y como las conocemos, a través del book-building realizado por bancos de inversión, es más habitual en los últimos 30 años. En todo caso, la NYSE promueve en la actualidad, tras la aprobación de la Comisión de Valores norteamericana, las Direct Listings como forma más ágil de inicio de cotización bursátil para una empresa. En 2020 se han incorporado algunas empresas a través de este enfoque innovador. En una entrevista reciente, en septiembre de 2020, los responsables de NYSE, señalaban que este método no va a sustituir a las OPIs pero resulta una fórmula útil y más ágil. En todo caso, como acabo de indicar, no sería un mecanismo totalmente novedoso en el mercado de valores español y que potencialmente se podría aplicar a empresas que ya tengan una mínima distribución de títulos y se amplíe a través de sistemas de subasta aplicables en el primer día de la cotización que requiere la Bolsa, ahorrándose una parte del proceso de la oferta pública.

**16. Desarrollar una línea de colaboración público-privada** para incentivar la liquidez (demanda), promover la relajación de la regulación (para gestores y para la propiedad), llevar a cabo campañas de acercamiento de la cultura financiera, promover vehículos de transición desde el Capital Riesgo a Bolsa, y continuar impulsando mecanismos de financiación de mercado que ponen a las empresas en la senda del uso de los mercados. Nuevamente, es destacable en este aspecto, el ejemplo de Hungría donde existe un plan para respaldar la liquidez del mercado secundario mediante la creación de mercado y la cobertura de investigación. Existen, además, programas de capacitación para emisores potenciales. Para mantener esta estructura en funcionamiento, el gobierno de Hungría cuenta con cuatro tipos de apoyo financiero al mercado: (i) existe un Fondo de Desarrollo de la Bolsa de Valores que actúa

como co-inversor antes de la OPI o durante la OPI de las PYMES; (ii) existe también un Fondo de Subvenciones dedicado a cubrir parcialmente los costes de la OPI para las PYMES - esto es administrado por el mercado de valores y cubre hasta el 50% de los costes relacionados con la cotización (asesoramiento legal, preparación del prospecto, costes de ventas y relaciones públicas); (iii) existe un programa de financiación para subsidiar la creación de mercado y la actividad de investigación sobre los mercados; (iv) los subsidios a los candidatos a OPI cubren el coste de participar en el Programa ELITE, un programa de desarrollo de capacidades relacionadas con el mercado de capitales organizado conjuntamente por la Bolsa local BSE y el mercado británico LSEG.

**17. Atender a las iniciativas, propuestas y trabajos de la Federación Europea de Bolsas (FESE),** organismo que desarrolla toda una serie de iniciativas que van destinadas a potenciar e implementar estrategias que estimulen la cotización bursátil. Los miembros de FESE, las principales Bolsas europeas, apoyan a las empresas que buscan obtener capital en la etapa previa a la OPI a través de sus propios programas: Programa "Roots" de Athens Stock Exchange; "Entorno Premercado BME; Börse Stuttgart "Nordic Pre Market" (para los países nórdicos) y "Startbase" (para Alemania); Deutsche Börse "Venture Network"; Euronext "FamilyShare", "#IPO Ready" y "TechShare" y Nasdaq "Día del inversor EIC @ NASDAQ" de Estocolmo. Stock de Londres Exchange y Borsa Italiana también ejecutan el programa ELITE. Las empresas que participan en estos programas son futuros candidatos a OPI y suelen depender de la financiación para obtener más crecimiento.

**18. Motivar a las empresas de que la mejor forma de ganar tamaño y potenciar el crecimiento es a través de la financiación y presencia en Bolsa.** Existen otras alternativas privadas de financiación, pero no resultan tan transparentes, ni otorgan tanto prestigio como la cotización en Bolsa. En esta línea merece ser destacada la iniciativa puesta en marcha por BME denominada Entorno Pre Mercado, que pretende crear un ecosistema de acercamiento de las empresas a la Bolsa a través de la formación y el contacto con distintos participantes en los mercados de capitales.

**19. Explicar las ventajas de la presencia en el mercado para las empresas con activos intangibles.** A pesar de que la investigación académica confirma el hecho de que las empresas intensivas en intangibles son renuentes a la cotización bursátil, lo cierto es que también es una vía de financiación clave interesante para ellas, como se ha expuesto previamente en este artículo. Como han demostrado las principales empresas tecnológicas mundiales, la presencia en Bolsa acelera el incremento de tamaño y de esta manera potencia la ventaja obtenida sobre potenciales competidores.

**20. Potenciar medidas que incrementen la liquidez** para todas aquellas empresas cuyos directivos entienden que no logran liquidez de mercado suficiente que les compense los costes de cotización bursátil y la transparencia requerida por la negociación en el mercado de valores.

**21. Simplificar la regulación y facilitar el acceso a cotización bursátil** para que las empresas no vean la salida a Bolsa como un suplicio a causa de la elaboración de un folleto muy complejo para acceder a la cotización, o una montaña de trabas burocráticas. La simplificación de trámites puede motivar a las empresas a tratar de estar presentes en mayor medida en los mercados bursátiles y emplear el canal de la financiación pública en los mercados en mayor medida que la financiación privada a través del capital riesgo o *venture capital*. La rebaja de costes, también burocráticos, es fundamental. En Hungría, por ejemplo, el gobierno apoya la cotización cubriendo el coste único de cotización y la co-inversión en las OPI. La rebaja de costes en general en lo relativo a la cotización bursátil es una medida favorable que puede incentivar las salidas a Bolsa, también según el citado informe de Oxera Consulting LLP (2020).

**22. Corrección progresiva de la falta de neutralidad fiscal entre deuda y capital (Debt/Equity Bias).** La falta de neutralidad fiscal entre la financiación con deuda y con capital está presente en los ordenamientos de gran número de países. Se incentiva la financiación ajena frente a la propia dado que los gastos financieros son deducibles mientras la remuneración del capital

mediante la distribución de dividendos no lo es y se encuentra fuertemente gravada. Esta falta de neutralidad se ha corregido parcialmente para las grandes empresas en España mediante la limitación de la deducibilidad de gastos financieros pagados por encima de un millón de euros al 30 % del EBITDA. Para las pequeñas y medianas empresas no se optó por limitar la deducción de intereses sino por estimular la financiación propia, pero a base de incentivar la reinversión de beneficios. Esta medida suscita críticas porque sólo es viable cuando existen tales beneficios, lo que no siempre ocurre y, adicionalmente, el fomento de una política de capitalización de beneficios es el fomento de una política de no distribución de los mismos. Para corregir este desequilibrio en el caso de las PYMEs deberían preverse incentivos a la captación de recursos externos en forma de capital.

**23. Potenciar y dar a conocer las ventajas de financiarse mediante capital de forma diversificada.** Definitivamente, hay un factor que no es controlable desde la propia Bolsa y la administración pública y son los bajos tipos de interés. Cuando los tipos de interés eran elevados y la financiación bancaria vía deuda mucho más cara, era más fácil convencer a las empresas de que la alternativa de financiación en los mercados de valores era más barata. En las actuales circunstancias y en un mundo en el que los tipos de interés son anormalmente bajos y todo parece indicar que van a seguir así por largo tiempo, y más aún con esta situación de pandemia que está generando una importante crisis, las subidas de tipos de interés en el corto-medio plazo es fácil que no se barajen y, por consiguiente, el endeudamiento bancario y no bancario seguirá siendo barato y muy competitivo por mucho tiempo. En este contexto resulta más necesario que nunca dar a conocer las ventajas de financiarse mediante capital de forma diversificada y estar presentes en el mercado bursátil.

**24. Acelerar las medidas de la CMU (Capital Market Union) es fundamental.** Se articulan en tres líneas:

**24.1.** Hay una primera batería de medidas para apoyar una recuperación económica verde, digital, inclusiva y resiliente, haciendo la financiación más accesible a las empresas. La Comisión propondrá la creación de una plataforma a escala de la UE (punto de acceso único europeo) que proporcione a los inversores un acceso fluido a la información financiera y de la empresa relacionada con la sostenibilidad. Con el fin de promover y diversificar el acceso de las empresas pequeñas e innovadoras a la financiación, la Comisión tratará de simplificar las normas de cotización en los mercados públicos. También revisará el marco legislativo de los fondos de inversión europeos a largo plazo con el fin de canalizar más financiación a largo plazo a empresas y proyectos de infraestructura, en particular aquellos que contribuyan al objetivo de crecimiento inteligente, sostenible e integrador. Se eliminarán los obstáculos regulatorios para que las compañías de seguros inviertan a largo plazo, sin perjudicar la estabilidad financiera y la protección de los asegurados. También tratará de proporcionar un tratamiento prudencial adecuado a las inversiones de capital de las PYME a largo plazo por parte de los bancos. Además, evaluará las posibilidades de promover actividades de creación de mercado por parte de bancos y otras empresas financieras.

**24.2.** Una segunda batería de medidas está destinada a hacer de la UE un lugar más seguro para que las personas ahorren e inviertan a largo plazo. La Comisión Europea llevará a cabo una evaluación de viabilidad para el desarrollo de un marco europeo de competencia financiera. También evaluará la posibilidad de introducir un requisito para que los Estados miembros promuevan medidas de aprendizaje que apoyen la educación financiera, en particular en relación con la inversión responsable y a largo plazo. Así mismo, evaluará las normas aplicables en el ámbito de los incentivos y la divulgación y, cuando sea necesario, propondrá modificar el marco jurídico existente para que los inversores minoristas reciban un asesoramiento justo e información clara y comparable sobre los productos. También propondrá cómo reducir la sobrecarga de información para inversores minoristas experimentados, sujeto a las salvaguardias adecuadas. Por último, buscará mejorar el nivel de cualificación profesional de los asesores en la UE y evaluará la viabilidad de establecer una etiqueta paneuropea para los asesores financieros. Por otro lado, facilitará el seguimiento de la adecuación de las pensiones en los Estados miembros mediante el desarrollo de cuadros de mando de las pensiones y sistemas de seguimiento nacionales para los individuos. Por último,

pondrá en marcha un estudio para analizar las prácticas de inscripción automática y podrá analizar otras prácticas para estimular la participación en planes de pensiones profesionales, con miras a desarrollar las mejores prácticas para dichos sistemas en los Estados miembros.

**24.3.** La tercera batería de medidas está destinada a integrar los mercados de valores nacionales en un mercado único auténtico. Es decir, potenciar definitivamente, la consecución de un mercado de valores unificado para toda Europa. Con el fin de reducir los costes para los inversores transfronterizos y prevenir el fraude fiscal, la Comisión propondrá un sistema común y estandarizado en toda la UE para retener las desgravaciones fiscales en origen. Para que los resultados de los procedimientos de insolvencia sean más predecibles, la Comisión tomará una iniciativa legislativa o no legislativa para lograr una armonización mínima o una mayor convergencia en áreas específicas de la legislación sobre insolvencia no bancaria. Además, junto con la Autoridad Bancaria Europea, la Comisión explorará las posibilidades de mejorar la comunicación de datos a fin de permitir una evaluación periódica de la eficacia de los regímenes nacionales de ejecución de préstamos. Para facilitar la participación de los inversores transfronterizos, considerará introducir una definición de la UE de "accionista" y aclarar y armonizar más intensamente las normas que rigen la interacción entre inversores, intermediarios y emisores. También examinará las posibles barreras nacionales al uso de nuevas tecnologías digitales en esta área. En definitiva, la Comisión trabajará hacia un código normativo único mejorado para los mercados de capitales mediante la evaluación de la necesidad de una mayor armonización de las normas de la UE y el seguimiento de los avances hacia la convergencia de la supervisión.

En definitiva y, a modo de conclusión, tratar de resaltar los beneficios sobre los costes de la cotización bursátil es una medida global necesaria para mejorar la situación que nos ocupa y ser capaces de cambiar una tendencia descendente del número de empresas cotizadas que se extiende desde hace años. Tratar de contener o moderar los costes de cotización sería muy recomendable. Promover con incentivos fiscales la presencia de empresas en Bolsa, así como aligerar la burocracia del proceso sin que sea vea mermada la seguridad jurídica para los inversores es una tarea compleja pero no imposible. A la luz de la coyuntura actual es un esfuerzo que, yo diría, deseable con la vista puesta en el medio y largo plazo.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aghion, P., and P. Howitt (1996): "Research and Development in the Growth Process," *Journal of Economic Growth*, 1(1), 49 (73). 1996.
- Bancel, F. y U.R. Mittoo (2009): "Why Do European Firms Go Public?" *European Financial Management* 15 (4), 844-884.
- Boehmer, E. y A. Ljungqvist (2004): "On the decision to go public: Evidence from privately-held firms", Discussion Paper No. 16/2004. Frankfurt: Deutsche Bundesbank, disponible en <http://www.bundesbank.de>. 2004.
- Brau, J.C. y S.E. Fawcett (2006): "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice", *Journal of Finance* 61 (1), 399-436. 2006.
- Brau, J.C., P.A. Ryan e I. DeGraw (2006): "Initial Public Offerings: CFO Perceptions." *The Financial Review* 41, 483-511. 2006.
- Constancio, V., Lanoo, K. y Thomadakis, A. (2019): "Rebranding Capital Markets Union. A market finance action plan". CEPS-ECMI. 2019
- ESMA, 'Explanatory note - Survey on undue short-term pressure on corporations from the financial sector'. 2019.
- ESMA, Report, 'Undue short-term pressure on corporations'. 2019.
- European Commission, 'Call for evidence: EU regulatory framework for financial services'. 2015.
- Ewens, M. y Farre-Mensa, J. (2020): "The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs" (February 7). *Review of Financial Studies*, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3017610> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3017610>. 2020.
- Feldman, N., Laura Kawano, Elena Patel, Nirupama Rao, Michael Stevens y Jesse Edgerton (2018). "The Long and Short of It: Do Public and Private Firms Invest Differently?" *Finance and Economics Discussion Series 2018-068*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2018.068>. 2018.
- Fernández, J.; Llovera, F. y Roig, J. (2011): "Los REITs españoles como vehículo de inversión y financiación de la actividad inmobiliaria: Las SOCIMI". *Intangible capital*, vol. 8, nº 2, pp. 308-363. 2011.
- FESE Monthly Statistics and London Stock Exchange Group statistics.
- FESE, Statistics, <https://fese.eu/statistics/>
- FESE, 'A Roadmap to develop Smaller Markets within the CMU'. 2018.
- Field, L.C. (1998): "The IPO as the first stage in the sale of the firm", Working paper, Pennsylvania State University. 1998.
- Fischer, C. (2000): "Why do companies go public? Empirical evidence from Germany's Neuer Markt", Working paper, Universidad de Munich. 2000.
- Fontenay, E. 2016: "The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company". *Hastings Law Journal*; Vol. 68:445. 2016.
- Forbes (2018): Entrevista a Jorge Yzaguirre. <https://forbes.es/empresas/41697/jorge-yzaguirre-salir-a-bolsa-da-visibility-financiacion-y-valoracion/>. Abril. 2018.

- Gill de Albornoz, B. y P.F. Pope (2004): "The determinants of the going public decision: Evidence from the U.K.", documento de trabajo del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, AD-WP 2004-22. 2004.
- Izzi, R. (2020): Global IPO Trends. Consultora EY. [https://www.ey.com/en\\_gl/news/2020/10/global-ipo-activity-rebounds-sharply-hitting-historic-highs-in-q3-2020](https://www.ey.com/en_gl/news/2020/10/global-ipo-activity-rebounds-sharply-hitting-historic-highs-in-q3-2020)
- Jain, B.A. y O. Kini (1994): "The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms", *Journal of Finance* 49 (5), 1699-1726. 1994.
- Leuz y Wysocki, 2016: "The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research". January 2015. SSRN Electronic Journal. DOI: 10.2139/ssrn.2733831. 2016.
- Lev, B. y Gu, F. 2016: "The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers". ISBN: 978-1-119-19109-4; pp. 228. August. 2016.
- Nagtegaal, C. (2020): "Recommendations to improve conditions for European IPO markets". European IPO Report 2020. European Commission. 2020.
- Oxera Consulting LLP (2020): "Primary and secondary equity markets in the EU". Final Report for European Commission. Septiembre 2020.
- Pagano, M. (1993): "The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model", *European Economic Review* 37, 1101-1125. 1993
- Pagano, M. y A. Röell (1998): "The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring and the decision to go public", *Quarterly Journal of Economics* 113, 187-225. 1998
- Pagano, M., F. Panetta y L. Zingales (1998): "Why do companies go public?", *Journal of Finance* 53 (1), 27-64. 1998.
- Pannemans, S. (2002): "Going public: Opportunism or necessity? Empirical evidence from Belgian IPOs", Eunip Conference (5-7 diciembre), Abo Akademi University, Turku, Finlandia. 2002.
- Park, H. J. (1990). "Survey on the determinants for the initial public offering", Mimeo. Abril [Así es como aparece citado en Mayur y Kumar (2013)]. 1990.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. y Williamson, R. (2016): "Do U.S. Firms Hold More Cash than Foreign Firms Do? *Review of Financial Studies*, vol. 29, issue 2, 309-348. 2016.
- Ritter, J.R. (1987): "The costs of going public", *Journal of Financial Economics* 19, 269-281. 1987
- Rydqvist, K. y K. Högholm (1995): "Going public in the 1980s: Evidence from Swede" *European Financial Management* 1, 287-315. 1995.
- Stulz, R.M. (2018): "The Shrinking Universe of Public Firms: Facts, Causes, and Consequences". NBER Reporter, number 2. 2018.
- Zingales, L. (1995): "Insider ownership and the decision to go public", *Review of Economic Studies* 62, 425-448. 1995.