



## Por una economía más bursátil

### **SEBASTIAN ALBELLA, PRESIDENTE DE LA CNMV**

El País, 30 de diciembre de 2019

Distintos medios se han hecho eco estos días de la gran escasez de salidas a bolsa durante 2019. Un fenómeno preocupante porque un mercado de valores de renta variable con masa crítica, que anime a los inversores a invertir en las empresas y que permita a éstas captar capital es importante para que el sistema financiero cumpla de modo eficaz su función. Es la base para que las empresas se financien en mayor medida a través del mercado y sean menos dependientes de la financiación bancaria, y es clave para un modelo de financiación de la economía más resistente y mejor desde el punto de vista de la estabilidad financiera. En los Estados Unidos, economía especialmente innovadora y que recuperó mucho más rápida y fácilmente el tono tras la crisis financiera, la financiación directa en el mercado, captando capital o emitiendo instrumentos de deuda, representa aproximadamente la mitad de la financiación de las empresas; en Europa sólo la cuarta parte y nuestro país no está precisamente entre los que destacan en este aspecto. Más compañías cotizadas significa también más empresas más transparentes e incluso una sociedad algo más democrática: significa más empresas al alcance, directamente o a través de fondos, de cualquier inversor.

Además, en estos tiempos de enorme y creciente importancia de la inversión pasiva y en general de la inversión institucional -de grandes gestores de fondos, incluidos fondos de pensiones, y fondos soberanos-, los países más bursatilizados, con más empresas cotizadas, en los que éstas pesan más, reciben de modo natural mayores flujos de inversión.

La magra cosecha de 2018 y la muy mala de 2019, común en Europa y todavía más marcada en España, seguramente en parte por nuestra atribulada vida política, se ha debido a razones diversas. Entre ellas los bajos tipos de interés, que hacen fácil acudir a otras vías de financiación, y el ambiente pesimista, de fin de ciclo y de incertidumbre, agravado por factores como las disputas comerciales o el brexit. Los meses finales de 2018 fueron muy negativos para la renta variable y buena parte de 2019 ha estado dominada por un sentimiento de precariedad, aunque el año haya resultado en conjunto bueno para la inversión en acciones. A todo ello se ha añadido un factor de índole estructural: el desarrollo que está teniendo, también en España, el capital riesgo y en general el private equity o capital privado, uno de los fenómenos de nuestro tiempo, que a mi juicio es extraordinariamente positivo pero que compite duramente con la opción de salir al mercado, ya como alternativa, ya retrasándola, tanto en lo que se refiere a proceso como en precio. Los procesos de salida a bolsa son complejos, relativamente visibles y toman su tiempo, como mínimo seis u ocho meses, con la consiguiente incertidumbre sobre cuál será la actitud de los potenciales inversores el día D. La entrada en el capital o la venta a un fondo de capital riesgo -y los hay muy grandes, capaces de tomar el control o participaciones relevantes en compañías de gran tamaño- pueden plantearse, en general, de un modo discreto y

rápido. Además, el capital riesgo paga especialmente bien, entre otras cosas porque valora más fácilmente expectativas de mejora en la gestión, que los propios fondos de capital riesgo promueven de manera decidida.

En todo caso, creo que la cotización en bolsa -en el primer mercado o en mercados alternativos como el MAB- sigue siendo atractiva e interesante por muchas razones y que continuará siendo la opción de referencia a largo plazo para las empresas más ambiciosas (en el mejor de los sentidos). Estar en bolsa amplía las posibilidades de financiación, impulsa el nivel de profesionalidad y rigor en la gestión, es un acicate para crecer -punto especialmente importante en un país con demasiadas empresas demasiado pequeñas-, da prestigio, refuerza la marca, ayuda a atraer y retener talento... y, siendo compatible con el mantenimiento del control, es una solución muy natural, tras las primeras generaciones, para las empresas familiares de éxito que alcanzan cierta dimensión. Eso sí, hay que ser un poco valiente y echarle algo de salero a la vida, a lo que están acostumbrados los empresarios de pura cepa.

En estos momentos está habiendo un amplio debate en Europa sobre el necesario avance, tras el brexit, del proyecto de la Unión del Mercado de Capitales y hay acuerdo en que, como parte de él, hay que fomentar las salidas a bolsa. Hay muchas cosas que pueden hacerse: aligerar algo más, sin menoscabo del necesario rigor, ciertos requisitos y algunas obligaciones derivadas de la cotización (aunque el régimen actual sea ya bastante amable); apoyar fórmulas de entrada en el mercado más simples que la que hasta ahora ha sido la fórmula estándar, como los listings directos con difusión subsiguiente; no aplicar en ningún caso sólo a las sociedades cotizadas deberes de información o de otro tipo que pueda tener sentido exigir a todas las empresas; ampliar el menú de opciones a disposición de las empresas interesadas con figuras como las acciones de lealtad; extender en ciertos aspectos el régimen societario propio de las sociedades del primer mercado a las pequeñas y medianas empresas que se decidan a cotizar; apoyar a quienes inviertan en ellas a largo plazo con algún incentivo fiscal inteligente; corregir el sesgo que hay en la normativa fiscal a favor de la deuda frente a la financiación con capital, etc.

Para un país como España, que debe aspirar a contar con una economía avanzada y que ofrezca empleos de calidad y a consolidarse como uno de los países líderes de la Unión Europea, fomentar que más empresas entren en el mercado bursátil ha de ser un objetivo especialmente importante.

Sebastián Albella

Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores