

**IEAF | FEF**

INSTITUTO ESPAÑOL DE  
ANALISTAS FINANCIEROS

FUNDACIÓN DE  
ESTUDIOS FINANCIEROS

## **7º PANEL DE SEGUIMIENTO FINANCIERO IEAF-FEF DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

# **La hora de la financiación en forma de capital**

Susana Álvarez Otero  
Roberto Blanco Escolar  
María Isabel Cambón Murcia  
Eudald Canadell Casanova  
Sergio Mayordomo Gómez  
Álvaro Menéndez Pujada  
Mariotela Auxiliadora Molino Ríos

**Coordinadores:**

Oscar Arce (Banco de España)  
Domingo García Coto (Bolsas y Mercados Españoles)

**Noviembre 2021**

**Documento de Trabajo N.º 28**

ISBN: 978-84-09-35594-5

Depósito Legal: M-33280-2021

Edita: Fundación de Estudios Financieros

<b>Presentación</b> .....	5
<b>Resumen ejecutivo y conclusiones</b> .....	7
<b>1. El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la situación económica y financiera de las empresas españolas</b> .....	23
1.1. Resumen .....	23
1.2. Introducción .....	24
1.3. Las políticas económicas .....	24
1.4. Las necesidades de liquidez de las empresas y su cobertura ...	25
1.5. Impacto sobre la rentabilidad y el endeudamiento .....	32
1.6. Conclusiones .....	35
1.7. Referencias .....	35
<b>2. De la intermediación crediticia no bancaria a la verdadera intermediación financiera no bancaria</b> .....	37
2.1. Resumen .....	37
2.2. La relevancia del equilibrio entre las fuentes de financiación .....	38
2.3. La intermediación crediticia no bancaria .....	39
2.4. Hacia un concepto amplio de intermediación financiera no bancaria .....	46
2.5. Conclusiones .....	50

<b>3. La bolsa española como palanca de capitalización empresarial . . . .</b>	<b>53</b>
3.1. Introducción . . . . .	54
3.2. La situación actual . . . . .	54
3.3. Posibles explicaciones . . . . .	60
3.4. Medidas propuestas para mejorar la situación . . . . .	65
3.5. Bibliografía. . . . .	69
<b>Anexo 1. Relación de asistentes . . . . .</b>	<b>71</b>
<b>Documentos de Trabajo FEF . . . . .</b>	<b>75</b>
<b>Entidades Patrono de la Fundación de Estudios Financieros . . . . .</b>	<b>77</b>

## PRESENTACIÓN

### **7º Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española**

La Fundación de Estudios Financieros (FEF) y el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) iniciaron en 2017 una nueva línea de emisión de opinión a través del *Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española*. Se trata de una iniciativa que tiene el propósito de promover el conocimiento riguroso y la discusión de materias y aspectos de carácter financiero relacionados directa o indirectamente con el pasado, presente y futuro de la economía española, su competitividad y sostenibilidad.

El componente financiero de la economía española continúa enfrentándose a diferentes retos de mayor o menor magnitud, que son susceptibles de reflexión, crítica y debate constructivo.

La iniciativa está coordinada por Oscar Arce de Banco de España y Domingo García Coto de Bolsas y Mercados Españoles, a quienes quiero agradecer el excelente trabajo que están realizando.

El Panel del Seguimiento Financiero IEAF/FEF de la Economía Española ha continuado su andadura celebrando la 7ª sesión que, en esta ocasión, se celebró mediante webinar el 16 de febrero de 2021 bajo el tema *¿La hora de la financia-*

*ción en forma de capital?*, y contó con la participación de numerosos expertos cuyos nombres aparecen al final del libro y a quienes quiero agradecer su apoyo desinteresado a esta iniciativa.

En este documento de trabajo figuran los artículos correspondientes a las ponencias presentadas y un resumen de conclusiones y recomendaciones.

Los temas analizados y debatidos fueron: i) el impacto de la crisis del COVID-19 sobre la situación económica y financiera de las empresas españolas; ii) el papel de la intermediación financiera no bancaria; iii) la bolsa española como palanca de capitalización empresarial y iv) la aportación del private equity a la financiación empresarial.

En el estudio se destaca que es necesario recapitalizar muchas compañías tras la crisis originada por la pandemia del coronavirus, y no solo de forma defensiva, sino también para aprovechar las oportunidades del nuevo entorno. Para revertir esta situación y crecer con mayor rapidez aprovechando los cambios producidos en la economía o para diversificar su accionariado y su financiación, se encuentran a disposición de las empresas, además de la financiación bancaria, alternativas como la Bolsa, el Capital Privado o Capital Riesgo, o los recursos canalizados por las entidades de intermediación financiera no bancaria.

Una de las conclusiones del estudio es que esta recapitalización es conveniente hacerla con un mejor equilibrio entre las distintas fuentes de financiación, ahora muy escoradas hacia el recurso de la deuda. Algo que desde IEAF-FEF venimos insistiendo en nuestros trabajos recordando la necesidad de incluir en el debate económico un mejor equilibrio entre las distintas formas de financiación empresarial.

IEAF-FEF agradecen a todas las personas que han intervenido en este proyecto por su apoyo a esta iniciativa.

Estos debates, con el foco puesto en el ámbito financiero de la economía española, continuarán a lo largo del año 2021.

**Jorge Yzaguirre**

*Presidente de la Fundación de Estudios Financieros*

## RESUMEN EJECUTIVO Y CONCLUSIONES<sup>1</sup>

### La hora de la financiación en forma de capital

- El impacto de la crisis del covid-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras españolas.
- De la intermediación crediticia no bancaria a la verdadera intermediación financiera no bancaria.
- La Bolsa como palanca de capitalización empresarial.
- El Capital Privado, algo más que Financiación.

La financiación empresarial, y en particular la financiación en forma de capital, centró el debate del *VII Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española*, que se celebró en formato *online* como consecuencia del Covid-19.

---

<sup>1</sup> Resumen elaborado por Beatriz Pérez Galdón, periodista especializada en Economía, y Domingo García Coto, coordinador del Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF de la Economía Española. Las conclusiones figuran en negrita y las recomendaciones en negrita y subrayado.

La crisis que ha originado la pandemia del coronavirus, sus consecuencias y sus efectos en la economía y las finanzas, acaparó la parte inicial de las exposiciones de los cuatro ponentes que manifestaron sus puntos de vista y se sometieron al debate: Roberto Blanco, del Banco de España, Eudald Canadell, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), Susana Álvarez Otero, profesora titular de economía y finanzas de la universidad de Oviedo, y Francis Gómez-Zubeldia, de la gestora de capital riesgo Diana Capital.

El momento en el cual se celebra el debate, **primer trimestre de 2021**, es de extraordinaria relevancia. Afortunadamente **parecen superados los peores momentos de la pandemia, la recuperación económica empieza a concretarse y los distintos sectores de la economía comienzan a tomar decisiones en un entorno nuevo para tratar de reconstruir sus rentas y reparar sus balances, y a la vez afrontar grandes cambios que se están produciendo en la economía nacional, europea y mundial.**

Para **las empresas españolas**, al igual que la mayoría de las mundiales, se abre un periodo complejo. Dependiendo del tamaño y del sector económico al que pertenezcan **han sufrido la crisis en mayor o menor medida y han tratado de reforzar en general sus balances y su liquidez recurriendo al endeudamiento.**

Pero esa estrategia tiene límites: **añade fragilidad, riesgo de insolvencia y de cara al futuro puede reducir la inversión empresarial** en un momento en el cual no es conveniente. En suma, **parece llegada la hora de recapitalizar muchas compañías, y no solo de forma defensiva, sino también para aprovechar las oportunidades del nuevo entorno.**

Muchos trabajos de los últimos meses abundan en este diagnóstico. Desde el **Instituto Español de Analistas Financieros y la Fundación de Estudios Financieros (IEAF-FEF)** se lleva insistiendo en que es el momento para incorporar en el debate económico la necesidad de establecer un mayor equilibrio de fuentes de financiación de las empresas, ahora escoradas hacia el recurso a la deuda.

El Banco de España habla de la conveniencia de analizar nuevas herramientas para canalizar Recursos Propios hacia las empresas de menor dimensión y facilitar reestructuraciones de empresas viables.

AFME y PWC hablan de una necesidad de recapitalización de las empresas



europas de **90.000 millones de euros, que ven urgente. AFI habla de evitar una ola de insolvencias, de la necesidad de redirigir esfuerzos hacia instrumentos de capital y de mejorar el acceso a los mercados de capitales con coberturas de costes, incentivos fiscales y suscripción pública de ampliaciones.**

El Consejo Europeo y el Parlamento Europeo también han **aprobado en 2021 los retoques urgentes a la MIFID II, volviendo a permitir el pago conjunto a los intermediarios del análisis y la ejecución para empresas cotizadas de menos de 1000 millones de euros de capitalización.** La separación de estos costes había llevado a la drástica reducción del análisis bursátil de compañías de mediano y pequeño tamaño con la consiguiente merma de su liquidez en el mercado. También ha sido **aprobada una vía exprés para las ampliaciones de capital de empresas cotizadas y no cotizadas para acelerar los trámites y aligerar las cargas administrativas y financieras de esas operaciones.**

El Panel de Seguimiento Financiero de la Economía Española dedicó su VII sesión a reflexionar y debatir sobre estos aspectos desde varios puntos de vista.

Los ponentes y expertos participantes en el Panel coincidieron en que **la situación de partida para afrontar una crisis como la del Covid-19 era sustancialmente más favorable que en la anterior. Los bancos habían estado sometidos a una mejora de capital impuesta por la regulación europea que les proporciona una mayor solvencia. Las empresas, por su parte, habían reducido el apalancamiento y mejorando sus niveles de liquidez.**

En esta ocasión, también, **los gobiernos y las autoridades internacionales han actuado con mayor prontitud con el objetivo de atajar las consecuencias derivadas de una situación histórica para las economías del mundo.**

A pesar de las ayudas y del acceso a la financiación ajena, **un número importante de compañías ha sufrido un importante deterioro financiero y el peso de la deuda ha aumentado en su balance.** La persistencia de un endeudamiento elevado contribuye a un menor dinamismo en las decisiones de inversión y de contratación de trabajadores.

En suma, **la vulnerabilidad de las empresas ha aumentado y puede tener implicaciones negativas para las perspectivas de recuperación a corto y medio plazo.**

Para revertir esta vulnerabilidad, para crecer con mayor rapidez aprovechando los cambios producidos en la economía o para diversificar su accionariado y su financiación, se encuentran a disposición de las empresas alternativas como la Bolsa, el Capital Privado o Capital Riesgo, o los recursos canalizados por las entidades de intermediación financiera no bancaria. Todos tuvieron su lugar en el VII Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF cuyas ponencias se resumen a continuación.

### El impacto de la crisis del covid-19 sobre la situación financiera de las empresas no financieras españolas

La actividad económica mundial sufrió en 2020 una contracción sin precedentes como consecuencia del Covid-19. **España ha sido una de las economías avanzadas más afectadas, con una caída del PIB del 10,8 % en el conjunto del año 2020.** Roberto Blanco, del Banco de España, radiografía de forma detallada el intenso impacto financiero de la crisis en muchas empresas y sectores. **La preocupación más inmediata fue “el riesgo de liquidez”, con el consiguiente problema de que si no se atajaba urgentemente podría desembocar en quiebras.**

El punto de partida no era malo. Blanco detalla como **las pymes habían estado aumentando sus colchones de liquidez desde la crisis financiera de 2008, aunque resultaron insuficientes para atender las altas necesidades surgidas. Precisaban, por tanto, de apoyo externo.** A diferencia de otros momentos de tensión económica, **la rápida reacción del Banco Central Europeo, del Gobierno y de la Unión Europea contribuyó a mitigar los efectos.**

En el contexto de política monetaria, el BCE adoptó varias medidas encaminadas a fomentar la concesión de préstamos, introduciendo nuevas operaciones de financiación puente para los bancos, y mejorando las condiciones a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), y relajando el marco de activos de garantía para aumentar los fondos que las entidades de crédito pueden obtener en estas operaciones.

El organismo monetario europeo incrementó la dotación del programa de compra de activos vigente en 120.000 millones e introdujo uno nuevo (de compras de emergencia frente a la pandemia o PEPP) por un importe de hasta 1,85 billones

para relajar las condiciones de financiación en los mercados de renta fija y evitar su fragmentación.

En el ámbito nacional de la política fiscal se diseñaron dos programas de avales públicos para los préstamos bancarios gestionados a través del ICO. El primero, por un importe de 100.000 millones de euros, se dirigió a la financiación de las necesidades de liquidez de los sectores productivos (empresas y empresarios individuales), y el segundo (un máximo de 40.000 millones) se destinó a la inversión en activos fijos. En estas partidas, el Estado asume una parte importante (hasta el 80%) de las posibles pérdidas asociadas, lo que consigue incentivar la concesión de préstamos por parte de los bancos.

También, dentro del ámbito fiscal, se han desplegado algunas políticas de apoyo a las rentas, que han aliviado los costes de las empresas, como las condiciones más favorables para acogerse a los ERTE, que han permitido suspender temporalmente contratos de trabajo, o los aplazamientos de pago de alquileres, cotizaciones e impuestos.

Igualmente, Blanco destaca la creación de un fondo de 10.000 millones, gestionado por la SEPI, cuyo objetivo es aportar apoyo público temporal para reforzar la solvencia de empresas no financieras afectadas por la pandemia y que sean consideradas estratégicas para el tejido productivo nacional o regional.

Este mismo año, el Gobierno ha adoptado un conjunto de medidas para apoyar la solvencia de los sectores productivos a través de tres fondos dotados de hasta 11.000 millones para ayudas directas, reestructuración de la deuda y para recapitalización de las empresas.

El pormenorizado estudio realizado por el Banco de España sobre el impacto de la crisis sanitaria señala que **el 70% de las compañías del país habría presentado déficits de liquidez entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020**, lo que supone casi 13 puntos porcentuales más que en un escenario sin pandemia.

**El importe global de las necesidades de liquidez para el conjunto del sector corporativo se habría situado entre abril y diciembre de 2020 en unos 233.000 millones** (70.000 millones más debido al Covid-19), de los que un 67 % se explicaría por la amortización de la deuda, y un 30% por el déficit generado a consecuencia de la caída de la actividad.

Roberto Blanco especifica que **una parte destacada del déficit de liquidez (algo menos de 90.000 millones de euros) habría sido generado por empresas con una baja calidad crediticia, con una probabilidad de impago alta o muy alta, y que tienen mayores dificultades de obtener financiación externa en escenarios de alta incertidumbre.**

La Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) relativa al **segundo trimestre de 2020** reveló en su momento que **las entidades de crédito relajaron los criterios de concesión de préstamos**, aunque a partir del tercer trimestre de 2020 “se habría producido un cierto endurecimiento” como resultado de la mayor preocupación por los riesgos.

Asimismo, en **los mercados de renta fija**, donde las condiciones crediticias se endurecieron de forma considerable durante las primeras semanas de la pandemia, **comenzaron a mejorar después de que se anunciase la puesta en marcha del PEPP el 18 de marzo de 2020.**

En cuanto a la información sobre los flujos financieros de las empresas, **si se compara con la media del período 2017-2019, en los trabajos del Banco de España se observa que en 2020 se produjo un incremento significativo de la financiación mediante préstamos bancarios**, que en parte se habría materializado en acumulación de depósitos, **por “motivos de precaución”**. **El crédito bancario concedido a las sociedades no financieras pasó de reflejar un descenso intertrimestral del 0,1% en febrero de 2021, a aumentar entre el 4,8% y el 7,5% entre los meses de abril y junio.**

Asimismo, Blanco añade que “en el mayor dinamismo que ha tenido la financiación bancaria en esta crisis, **cabe destacar el papel de los programas de avales gestionados por el ICO, con un volumen de crédito concedido al amparo de estos programas, hasta finales de febrero de 2021, de 117.398 millones de euros (incluyendo la parte destinada a los empresarios individuales)”**.

Por su parte, **las emisiones de valores de renta fija (principalmente realizadas por grandes empresas) también ponen de relieve un notable incremento entre junio y septiembre de 2020, tras la mejora de las condiciones crediticias en estos mercados.** “Con todo, la proporción de nuevos fondos procedentes de este mercado fue inferior a la observada en el período anterior a la crisis, espe-

cialmente en las empresas pertenecientes a los sectores más afectados y en el de las de tamaño comparativamente más reducido”.

**A pesar de las ayudas y de acceso a la financiación ajena, un número importante de compañías no ha podido impedir un deterioro financiero.** En los sectores muy afectados, la rentabilidad media ha pasado del 4,1% al -9,4 %, mientras que en los moderadamente afectados o poco afectados se situó en el -0,7 % y -0,1 %, respectivamente.

De forma paralela, **la proporción de compañías en las que el peso de la deuda neta en el balance es superior al 75% ha aumentado hasta el 22% en 2020.**

Roberto Blanco señala que **“el incremento de la vulnerabilidad de las empresas generado como consecuencia de la crisis del Covid-19 puede tener implicaciones negativas para las perspectivas de recuperación.”**

“La persistencia de un un endeudamiento elevado contribuye a un menor dinamismo en las decisiones de inversión y de contratación de trabajadores. Además, las empresas que se enfrentan a problemas de solvencia podrían quebrar, lo que se traduciría en una pérdida de tejido productivo y de empleo. En circunstancias extremas, los impagos de esta deuda podrían impactar de forma significativa sobre las entidades bancarias y reducir la oferta de crédito, con el consiguiente efecto adverso que ello tendría sobre el gasto agregado de la economía”.

No obstante, el experto del Banco de España espera que “las políticas económicas de apoyo a la solvencia de las empresas viables consigan mitigar estos riesgos”.

### **De la intermediación crediticia no bancaria a la verdadera intermediación financiera no bancaria (IFNB)**

La financiación empresarial se convierte en circunstancias como las actuales en un elemento esencial para la recuperación económica. Y a la hora de buscar financiación, Eudald Canadell y María Isabel Cambón, del departamento de estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), señalan que ante todo “hay que ser conscientes de la realidad y las dificultades que supone el tamaño de las empresas”, que en el caso de España mayoritariamente son pymes.

**“La diversidad de las fuentes de financiación es importante para una economía, ya que redundará en un mayor crecimiento a medio y largo plazo”.** Tanto en el debate como en el artículo, los representantes de la CNMV abordan las posibilidades de inversión en capital (acciones) a través de vehículos supervisados.

Canadell y Cambón observan que **“en la crisis actual se ha producido una caída sustancial de la financiación a través del crédito comercial (préstamos entre empresas), pero no del bancario, que ha repuntado como consecuencia de las medidas adoptadas por el Gobierno, sobre todo en forma de avales del ICO, mientras que la financiación vía acciones y otras participaciones muestra estabilidad”.**

Los expertos de la CNMV dedican su exposición a **delimitar “la verdadera intermediación financiera no bancaria” y a valorar su peso e impacto a la hora de participar en la financiación empresarial.**

En la intermediación financiera no bancaria (IFNB), conocida en muchos casos genéricamente como banca a la sombra (*shadow banking*), intervienen las instituciones de seguros, fondos de pensiones o auxiliares financieros, según la aproximación amplia que realiza la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB por sus siglas en inglés), a las que denominada Otras Instituciones Financieras (OIF). Los activos de estas entidades se situaron en España en 825.000 millones de euros a finales de 2019, importe que representa más del 60% del sector financiero no bancario y el 18% de los activos del sistema financiero total.

Las OIF más importantes son los fondos de inversión no monetarios, seguidas de los vehículos de titulización y de las instituciones financieras con actividad limitada. Estos tres tipos concentran el 82,7% de los activos totales de las OIF.

La evolución reciente en España es muy dispar, observándose una marcada expansión de los activos de los fondos de inversión, desde los 147.722 millones de patrimonio en 2012 hasta los 306.604 millones en 2020 (cerca del 70% de los fondos puede invertir en mayor o menor medida en acciones), mientras que ha descendido tanto el saldo vivo de las titulizaciones (de 349.033 millones a 175.542 millones) como en el volumen canalizado por las instituciones financieras con actividad limitada, que ha pasado de 216.369 millones de euros a 190.088 millones en el mismo periodo, como consecuencia de un menor dinamismo de las emisiones de participaciones preferentes.

Los representantes de la CNMV destacan otras aproximaciones a la intermediación financiera no bancaria, como la desarrollada por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés). “Se trata más bien de una medida de intermediación crediticia, puesto que atiende a la relevancia de las entidades en función de su inversión en activos crediticios (préstamos y deuda) y excluye entidades como los fondos de inversión en renta variable que se dedican de forma mayoritaria a invertir en acciones”.

Desde esta óptica, las entidades más relevantes de la IFNB en el caso español serían determinadas tipologías de fondos de inversión (267.342 millones de euros), los vehículos de titulización (175.542 millones) y en menor proporción los establecimientos financieros de crédito (59.893 millones de euros).

**Los riesgos más relevantes que identifican los expertos en el grupo de las entidades de IFNB se refieren al crédito y la liquidez.** El de crédito se mantiene en niveles altos desde hace varios años por la propia naturaleza de la de estas instituciones, donde predomina la deuda. En cuanto al riesgo de liquidez, es especialmente relevante, ya que los fondos conforman el mayor peso de las IFNB y permiten reembolsos diarios. **“En un escenario de turbulencias en los mercados es particularmente importante que puedan afrontar un aumento significativo de los reembolsos de los partícipes sin grandes dificultades”**, exponen Canadell y Cambón.

**Las empresas de servicios de inversión y las entidades de capital riesgo (ECR) españolas también dedican una proporción importante de su cartera a la adquisición de acciones, aunque se trata de importes relativamente modestos.** En el primer caso, las empresas de servicios de inversión, se acerca al 60% de su cartera desde hace varios años, y su volumen es algo inferior a los 300 millones de euros.

**Las entidades de capital riesgo presentan un tamaño de inversión más elevado y creciente en el tiempo, puesto que deben invertir un mínimo del 60% de su capital en acciones (o similar), préstamos participativos o en participaciones de otras ECR.** En 2019 invirtieron más de 8.000 millones, cifra que se relajó hasta los 6.000 millones en 2020. En términos sectoriales, las mayores partidas se destinaron a las telecomunicaciones (28% del total), informática (25,4%) y productos de consumo (10%).

**Las plataformas de financiación participativas (*crowdfunding*) han tenido un grado de expansión notable**, al igual que las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, según indican los expertos de la CNMV. **Las plataformas de financiación participativas, que fueron creadas en 2015 y cuyo número se sitúa en 27, se diferencian según el tipo de financiación; conceden préstamos, invierten en valores (sobre todo *equity*) y ofrecen un *mix* de ambas opciones. En 2019 captaron cerca de 140 millones, y un 15% se invirtió en acciones o participaciones, mientras el resto se canalizó en forma de créditos. De acuerdo con los expertos de la CNMV, “estas plataformas se verán afectadas en los próximos meses por una regulación europea que supondrá la homogeneización normativa de este sector en el ámbito de la UE”.**

Por su parte, **las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado muestran una flexibilidad operativa completa** puesto que no tienen coeficientes mínimos de inversión en ningún tipo de activo. **“Son un sector en clara expansión cuyo número de entidades superaba las 50 a finales de 2020 y su volumen de inversión sobrepasaba ligeramente los 1.000 millones”.**

Por su dimensión e importancia a la hora de convertirse en instrumentos para proporcionar financiación en forma de capital, la Bolsa y el Capital Privado o Capital Riesgo, tuvieron un espacio destacado en el VII Panel de Seguimiento Financiero IEAF-FEF. Ambas alternativas son en muchos casos complementarias como pusieron de manifiesto los ponentes invitados.

### **La Bolsa como palanca de capitalización empresarial**

La opción de salir a cotizar a la Bolsa para mejorar la diversificación y el potencial de financiación de las compañías sigue sin ser prioritaria para las compañías españolas; es algo que también ocurre tanto en Europa como en Estados Unidos en los últimos años. Sin embargo, el año 2020 y 2021 pueden haber marcado un punto de inflexión importante en esa situación, el número y los volúmenes de colocación de las salidas a Bolsa han repuntado con una fuerza inusitada en EEUU y también en Europa. En particular en España los datos de salidas a Bolsa se sustancian en 3 nuevas compañías en el mercado principal y 8 en el mercado para empresas de menor dimensión en crecimiento BME Growth en la primera mitad del año.



Susana Álvarez Otero, profesora titular de Economía Financiera de la Universidad de Oviedo y tercera ponente en el debate, iniciaba su exposición de forma contundente: “es muy **preocupante tener tan pocas empresas españolas cotizando** en un tejido empresarial tan amplio”.

Entre las **posibles causas de este desapego**, Álvarez destaca “**los cambios regulatorios, que han hecho que sea más sencillo recaudar fondos en privado; la tecnología, que facilita la búsqueda de inversores y la recopilación de información; y el hecho de que las empresas jóvenes no requieren tanto capital en su fase de desarrollo como en el pasado**”.

También el informe *European IPO Report 2020: Recommendations to Improve Conditions for European IPO Markets*, de la Comisión Europea esgrime las **razones del porqué de la tendencia decreciente en las OPV: la falta de liquidez de algunas empresas cotizadas; las cargas regulatorias y los trámites exigidos; el incremento del número de empresas que tratan de crecer a través de fusiones y adquisiciones en lugar de por la financiación bursátil; los requerimientos de documentación para los gestores de empresas cotizadas que les impiden afrontar determinadas inversiones; la falta de cultura de mercado de las empresas familiares; la limitación de la participación de los inversores minoristas; los efectos de los cambios en la estructura de mercado bajo la nueva MiFID II, la separación obligada por la regulación entre el análisis de compañías y la intermediación y venta de valores de esas compañías, que tampoco favorecen la visibilidad y liquidez de los valores, especialmente los de tamaño medio y pequeño; y la reducción del número de gestores de fondos de inversión como consecuencia igualmente de los crecientes requerimientos normativos europeos. La consecuencia de todo esto es para Susana Álvarez Otero “una creciente inseguridad acerca del éxito del proceso de salida a Bolsa a través de una OPV”.**

Pero salir a cotizar tiene múltiples ventajas para quien lo decide y repercute positivamente en la economía y la sociedad. Además de acceder a una fórmula alternativa de financiación, la profesora resalta otros beneficios, como son “**la mejora en las formas de transmisión de la propiedad, la diversificación del riesgo, la transparencia y la credibilidad y conocimiento de la compañía ante la sociedad. El mercado, a su vez, pone valor a las empresas, contribuye a su crecimiento y en este momento, además, participa en el camino hacia la sostenibilidad**”, ya que es un proceso de cambio que están imponiendo las compañías del mundo en sus negocios.

En su opinión, **“las economías en las que los mercados tienen una mayor participación en la financiación empresarial, las compañías están mejor preparadas para manejar crisis económicas y crear empleo”**.

En el mercado español se está produciendo de forma paralela a la escasez de OPV otro problema: la exclusión de valores. En 2018 se incorporaban cinco compañías, mientras que en 2019 y 2020 solo fueron, Greenergy y Soltec. Por el contrario, las exclusiones de cotización en estos 3 años se elevan a 13.

**La actividad ha conseguido no solo mantenerse sino incluso crecer, en BME Growth (antiguo Mercado Alternativo Bursátil o MAB), “permitiendo la reactivación de algunos sectores importantes de la economía como el inmobiliario con la figura de las SOCIMI”, a la vez que ha provocado “un impulso de cambio y modernización de la estructura sectorial de la Bolsa española en sus segmentos más emergentes”**, en opinión de la titular de la Universidad de Oviedo.

Este mercado alterativo al mercado principal de la Bolsa española se creó para facilitar el acceso a las pymes con una normativa adaptada a compañías de menor tamaño, pero con todas las garantías necesarias para una cotizada y sus inversores. Desde que se inició la pandemia la **Comisión Europea está promoviendo un entorno regulatorio para apoyar la cotización de las pymes facilitando sobre todo la captación de capital.**

El acceso a la Bolsa también es una consideración importante para los fondos de capital privado o capital riesgo que, en muchos casos, acompañan a las pequeñas compañías en etapas tempranas de su desarrollo y valoran soluciones de desinversión que se adecuen a sus expectativas.

Mientras, la emisión de bonos todavía está lejos de ser una tendencia general para la gran mayoría de las pymes.

Susana Álvarez describe algunas **medidas que pueden ayudar a incentivar la salida a Bolsa**, como son **la promoción de la participación de las pymes en los mercados de valores; la aceleración de la puesta en marcha de alternativas europeas de inversión público-privada previas a la cotización; crear una cultura de participación en los mercados a través de la educación financiera; mejorar los incentivos fiscales; desarrollar e incentivar el diálogo entre empresas e inversores, potenciar la participación de los minoristas; aligerar la**

**burocracia de los procesos sin que merme la seguridad jurídica; potenciar la liquidez, y acelerar las medidas que promueve la Unión del Mercado de Capitales (CMU) entre las que está el ahorro e inversión a largo plazo.**

## El Capital Privado, algo más que Financiación

Entre las alternativas de financiación en forma de capital que ha tenido un mayor crecimiento en las primeras décadas del siglo XXI destaca por encima de todas el denominado Capital Privado (Private Equity) o Capital Riesgo. Francis Gómez-Zubeldia, CEO de Diana Capital, se encargó de la ponencia en el VII Panel de Seguimiento Financiero y abrió su intervención calificando a las **entidades de Capital Privado** como **“empresarios temporales” con vocación de presencia temporal en el capital de las empresas**, “se invierte en un negocio para venderlo una vez que el proyecto de crecimiento ha madurado”. En los últimos años ha habido cambios: **“En un inicio el capital privado se inclinaba por las tomas de participación Minoritarias pero significativas, en los últimos años se ha desarrollado mucho el mercado de las tomas de participación Mayoritarias”**.

El gran despegue del Capital Privado se observa a partir de la crisis financiera. Entre 2007 y 2015, los fondos de capital privado invirtieron casi 400.000 millones en 31.000 compañías ubicadas en Europa de las que el 83% fueron pymes.

En los periodos post crisis tienden a reducir drásticamente las desinversiones porque las ventas de compañías se dificultan y las valoraciones caen. En esa crisis financiera, el valor de las desinversiones cayó hasta 12.000 millones de euros en 2009, desde los 33.000 millones de 2006. “En los siguientes años, los fondos continuaron trabajando con las participadas para mejorar su evolución y hacerlas más atractivas para cuando las condiciones mejorasen”, comenta Francis Gómez-Zubeldia. En 2015, los datos mostraron un récord en el valor de las desinversiones: 41.000 millones de euros.

“Parte del éxito de *private equity* proviene de esta característica que nos permite a los gestores batir a muchos otros activos: nos enfocamos tanto en factores microeconómicos como el marco general macroeconómico para construir negocios más fuertes y sostenibles”, subraya el ponente.

En opinión de Gómez-Zubeldia, se trata de ofrecer algo más que financiación,

ya que el capital privado o capital riesgo se convierte en un socio a través de ampliación de capital o la compra de títulos a antiguos accionistas, en una media de tiempo que oscila entre los tres y los seis años. **“Aportamos fondos como accionista y pasamos a ser socios de la empresa y del proyecto”**.

**Este tipo de operaciones lleva aparejado la presencia del *private equity* en el consejo de administración**, que pretende ayudar en la gestión sin asumir responsabilidades de gestión operativa.

Gómez-Zubeldia aclara que **la modalidad de *venture capital* se aplica cuando la empresa se encuentra en fase inicial o de desarrollo temprano**. Requiere menos inversión, pero el riesgo es más alto, debido entre otras cosas a la falta de información evolutiva en el pasado de la compañía. Normalmente se dirige a empresas tecnológicas, de biotecnología o con un fuerte componente innovador.

**El *private equity* pone el foco sobre las empresas ya consolidadas y con potencial de crecimiento**; ya tienen una historia detrás en la que fijarse.

Existen **otro tipo de operaciones** según se ejecuten: **capital de extensión o *growth*** (financiación del crecimiento de una empresa con beneficios); **capital reestructuración** (apoyo a compañías con dificultades que necesitan recursos para sobrevivir); **capital sustitución** (la entidad de capital privado releva a parte del accionariado, frecuente en empresas familiares y en situaciones de sucesión), y **operaciones apalancadas o LBO** (compra donde una parte sustancial se financia con recursos ajenos y en parte garantizada por los propios activos de la empresa adquirida).

En general, los **fondos de capital privado siguen una serie de parámetros** para determinar el atractivo de una operación. Para despertar su interés, es imprescindible que tengan un **significativo potencial de crecimiento, capacidad para la internacionalización, y de crecer inorgánicamente o para abrir nuevas líneas de negocio**. También **buscan un sector dinámico**, que tenga un liderazgo empresarial con un experimentado equipo directivo, **que aglutine ventajas competitivas sólidas** frente a los competidores, **y que pueda facilitar la salida en un futuro**.

**Buscan** como cualquier otro inversor, **rentabilidad en el momento de la desinversión**, que puede materializarse a través de una salida a Bolsa. **“En 2019 se**

realizaron operaciones de desinversión por 2.900 millones, y en colocaciones a Bolsa fue menos del 10%”, explica Francis Gómez-Zubeldia. “La dificultad se produce por el tamaño de las pymes españolas, que es excesivamente pequeño”.

El ponente Gómez-Zubeldia también ve el **capital privado como un complemento de la Bolsa**. “El *private equity* puede ayudar a una empresa a alcanzar un tamaño suficiente para salir a cotizar”.

Otras opciones de desinversión serían la venta de la participación del fondo de capital privado a un comprador industrial o financiero o la recompra por parte del resto de accionistas.

En un año de crisis histórica como fue 2020, el capital privado alcanzó los 5.561 millones de euros invertidos en España en 765 operaciones; fue el tercer mejor registro histórico y los fondos extranjeros aportaron el 75% del volumen. Las desinversiones se realizaron con 1.131 millones obtenidos a través de 223 transacciones.

Para el directivo de Diana Capital, **la principal diferencia para los inversores en capital privado** frente a otros activos financieros es la alineación de intereses con la empresa. “Permite acceder a compañías no cotizadas, que sería muy difícil de otro modo; algunas son de un tamaño pequeño, pero con negocios de gran crecimiento”.



# 1. EL IMPACTO DE LA CRISIS DEL COVID-19 SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

*Roberto Blanco Escolar*  
*Sergio Mayordomo Gómez*  
*Álvaro Menéndez Pujada*  
*Mariotela Auxiliadora Molino Ríos*  
*Banco de España*

## 1.1. Resumen

La actividad económica mundial ha sufrido en 2020 una contracción sin precedentes como consecuencia de la crisis del COVID-19. España ha sido una de las economías avanzadas más afectadas, lo que se ha reflejado en un descenso muy significativo de los ingresos de la mayoría de las empresas españolas. No obstante, los efectos han sido muy heterogéneos dentro del sector corporativo, dejándose notar en mayor medida en las pymes y en las empresas pertenecientes a algunos sectores más directamente afectados. Un elemento diferencial de esta crisis, en comparación con otras anteriores, ha sido la rápida y contundente reacción de las políticas económicas desplegadas por las autoridades en distintos ámbitos, tanto a escala nacional como supranacional. Ello ha contribuido a mitigar los riesgos de liquidez que afrontaban las compañías, destacando, entre todas las medidas adoptadas en España, los programas de avales ICO, que han facilitado que muchas empresas pudieran cubrir sus mayores necesidades de liquidez recurriendo al endeudamiento. A pesar de las medidas de apoyo, se ha incrementado la proporción de compañías con un grado elevado de vulnerabilidad financiera asociado al mayor endeudamiento y al descenso de los flujos de caja con los que hacer frente a esta deuda.

## 1.2. Introducción

La actividad económica mundial ha sufrido en 2020 una contracción sin precedentes como consecuencia de la epidemia del COVID-19 y de las medidas de contención adoptadas por las autoridades para limitar su avance. España ha sido una de las economías avanzadas más afectadas, con una caída del PIB del 10,8 % en 2020. Esta evolución ha impactado con intensidad sobre la situación económica y financiera de muchas empresas, si bien las medidas llevadas a cabo por las autoridades económicas han contribuido a mitigar estos efectos.

En este artículo se analiza el impacto que la crisis del COVID-19 habría tenido sobre la liquidez, la rentabilidad y el endeudamiento del sector corporativo español, distinguiendo según el tamaño de las empresas y su sector de actividad. Asimismo, se discute el papel que han desempeñado las actuaciones públicas para mitigar dichos efectos. Concretamente, en el siguiente epígrafe se enumeran las principales medidas de política económica adoptadas hasta ahora en este ámbito. El tercero se centra en los riesgos de liquidez que afrontaron las empresas en 2020. En el cuarto, se analiza el impacto sobre la rentabilidad y el endeudamiento de las compañías. Finalmente, el último epígrafe resume las principales conclusiones.

## 1.3. Las políticas económicas

Un elemento diferencial de esta crisis, en comparación con las anteriores, ha sido la rápida y contundente reacción de las políticas económicas desplegadas por las autoridades en distintos ámbitos, tanto a escala nacional como supranacional, para mitigar sus efectos sobre los distintos sectores de la economía y, en particular, las empresas y los empresarios individuales, objeto de atención en este artículo.

Así, en el ámbito de la política fiscal cabe destacar los programas de avales públicos para los préstamos bancarios gestionados a través del ICO. El primero, por un importe de 100.000 millones de euros, se dirigió a la financiación de las necesidades de liquidez de los sectores productivos (empresas y empresarios individuales), mientras que el destino principal del segundo, por importe máximo de 40.000 millones de euros, era la inversión en activos fijos. En estos programas, el Estado asume una parte importante (hasta el 80%) de las posibles pérdidas asociadas a estos préstamos, lo que incentiva la concesión de financiación por parte de las entidades



financieras. También dentro del ámbito fiscal se han desplegado algunas políticas de apoyo a las rentas, que han aliviado los costes de las empresas, como las condiciones más favorables para acogerse a los ERTE, que han permitido suspender temporalmente contratos de trabajo, o los aplazamientos de pago de alquileres, cotizaciones e impuestos. Asimismo, cabe destacar la creación de un fondo de 10 mm de euros, gestionado por la SEPI, cuyo objetivo es aportar apoyo público temporal para reforzar la solvencia de empresas no financieras afectadas por la pandemia del COVID-19 y que sean consideradas estratégicas para el tejido productivo nacional o regional. Finalmente, en marzo de 2021, el Gobierno ha adoptado un conjunto de medidas para apoyar la solvencia de los sectores productivos a través de tres fondos con una dotación de hasta 11 mm de euros: 7 mm para un fondo destinado a conceder ayudas directas, 3 mm de otro para la reestructuración de la deuda y otro, por 1 mm para la recapitalización de empresas.

En el ámbito de la política monetaria, el BCE adoptó varias medidas dirigidas a fomentar la concesión de préstamos bancarios, introduciendo nuevas operaciones de financiación «puente» para los bancos, mejorando las condiciones de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III, por sus siglas en inglés), y relajando el marco de activos de garantía para aumentar los fondos que las entidades de crédito pueden obtener en estas operaciones. Asimismo, con el objetivo de relajar las condiciones de financiación en los mercados de renta fija y evitar su fragmentación, el BCE incrementó la dotación del programa de compra de activos vigente en 120 mm de euros e introdujo un nuevo programa (el programa de compras de emergencia frente a la pandemia o PEPP) por un importe de hasta 1,85 billones de euros.

Por último, las políticas financieras también han contribuido a apoyar el crédito bancario. En concreto, se relajaron los requerimientos de capital y de liquidez de las entidades de crédito europeas, y se reformó la regulación europea sobre requerimientos de capital. Ello ha permitido que los bancos cuenten con más colchones para absorber las potenciales pérdidas sin que se vean forzados a restringir la nueva financiación concedida.

#### **1.4. Las necesidades de liquidez de las empresas y su cobertura**

De acuerdo con los resultados obtenidos de micro-simulaciones realizadas por el Banco de España, el 70 % de las empresas españolas habría presentado déficits de liquidez entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020. Esta proporción su-

pone casi trece puntos porcentuales (pp) más que la que se habría registrado en un escenario contra-factual sin pandemia (véase gráfico 1.1)<sup>1</sup>. En todo caso, el impacto de la crisis sobre las necesidades de liquidez de las empresas habría sido heterogéneo. Por tamaños, el aumento del porcentaje de compañías con necesidades de liquidez, comparado con el escenario sin pandemia, sería superior en las pymes (13 pp) que en el grupo de las de mayor dimensión (9 pp). El desglose por sectores pone de manifiesto que sería en los más afectados por la pandemia en los que habría aumentado en mayor medida la proporción de compañías con necesidades de liquidez, casi 18 pp, hasta situarse en el 80 %, frente al 68 % y 67 % que se habría registrado en los sectores moderadamente y poco afectados, respectivamente<sup>2</sup>.

El importe global de las necesidades de liquidez para el conjunto del sector corporativo se habría situado, entre abril y diciembre de 2020, en unos 233 mm de euros, de los cuales un 67 % se explicaría por la amortización de la deuda, y un 30 % por el déficit generado por la caída de la actividad (véase gráfico 1.2). Esto supone casi 70 mm de euros más en comparación con un escenario contra-factual sin pandemia. Hay que tener en cuenta que una parte destacada del déficit de liquidez (algo menos de 90 mm de euros) habría sido generado por compañías con una baja calidad crediticia (con probabilidad de impago alta o muy alta<sup>3</sup>), las

---

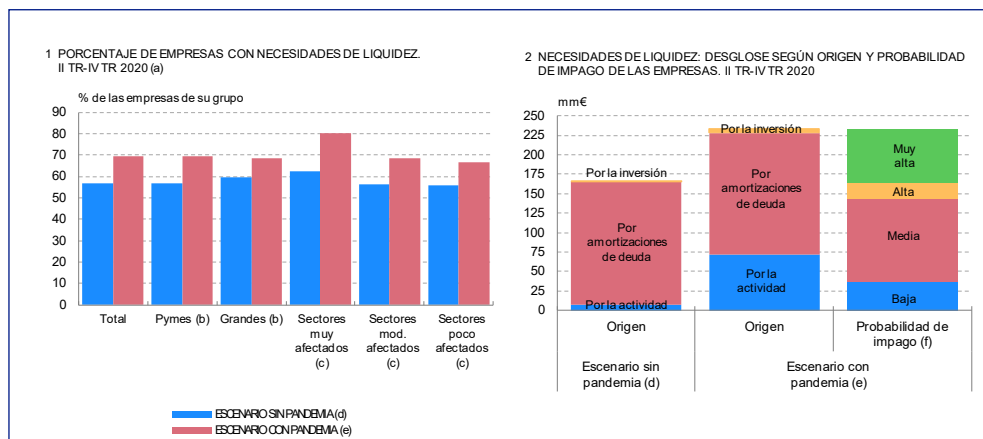
<sup>1</sup> Para realizar estos ejercicios se ha utilizado la información de la Central de Balances Integrada (CBI), que contiene datos de unas 400.000 empresas para 2019, último ejercicio disponible, y de la Central de Información de Riesgos (CIR) en diciembre de 2019 y en marzo de 2020. Las estimaciones recogen la mediana de 100 microsimulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de las mismas para cada sector y tamaño de empresa. Estas simulaciones se realizan con el fin de introducir heterogeneidad en el comportamiento de las ventas de las empresas dentro de cada sector y con un determinado tamaño. Los importes obtenidos se han elevado al total nacional, a partir de la información disponible en el Directorio Central de Empresas (DIRCE) sobre el número de compañías por sector y segmento de tamaño. Para más detalles sobre la metodología, véase Blanco, Mayordomo, Menéndez y Mulino (2021).

<sup>2</sup> Se definen como sectores muy afectados aquellos cuyas ventas han caído más de un 15 % en 2020 (CNAES 13 a 15, 19, 29, 30, 49 a 56, y 87 a 99), como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas han caído entre un 8 % y un 15 % (CNAES 16 a 18, 23 a 28, 31, 33, 45, 46, y 69 a 82), y, como poco afectados, el resto.

<sup>3</sup> Se considera que la probabilidad de impago es muy alta si esta es superior al 5 %, alta si está entre el 3 % y el 5 %, media si está entre el 0,5 % y el 3 %, y baja si es inferior al 0,5 %. El umbral del 3 % se corresponde con la categoría 7 y 8 de la escala de calidad crediticia (CQS). Las probabilidades de impago se obtienen a partir de los resultados de los modelos estadísticos desarrollados por el Depar-

cuales se enfrentan generalmente a mayores dificultades de acceso a la financiación externa, especialmente en contextos de elevada incertidumbre como el que se generó tras el estallido de la pandemia.

### GRÁFICO 1. NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS.



Fuente: Banco de España.

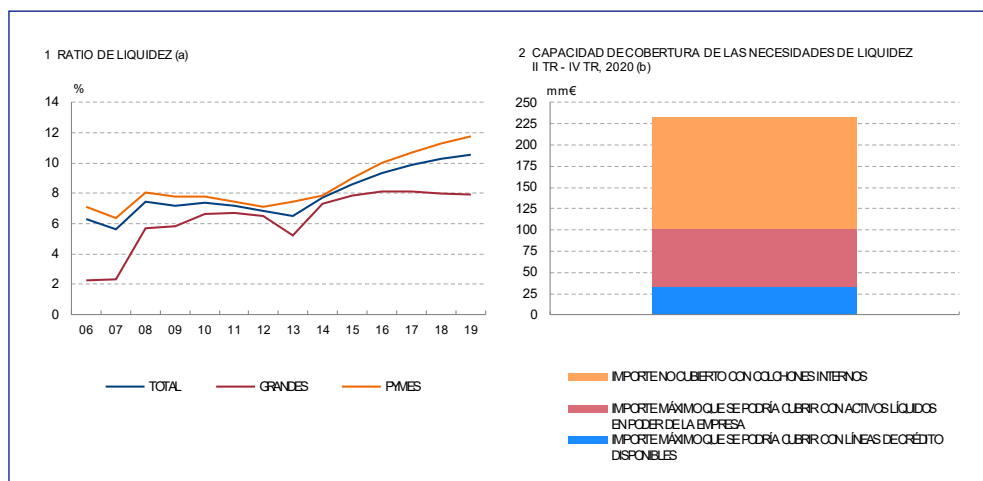
- Excluye holdings y empresas del sector de servicios financieros.
- La definición de tamaño está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- Se definen como sectores muy afectados aquellos cuyas ventas han caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas han caído entre un 8 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.
- Escenario contrafactual en el que el crecimiento del PIB está en línea con el escenario publicado por el Banco de España endiciembre de 2019.
- Los resultados que se muestran corresponden a la mediana de 100 micro-simulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de las mismas para cada sector y tamaño de empresa.
- Se considera que la probabilidad de impago es muy alta si es superior al 5 %, alta si está entre el 3 % y el 5 %, media si está entre el 0,5 % y el 3 %, y baja si es inferior al 0,5 %.

En un escenario de dificultades de acceso a la financiación externa, las empresas pueden cubrir sus necesidades de liquidez recurriendo tanto a sus activos líquidos como al importe no dispuesto de sus líneas de crédito, vías que no dependen

tamento de Riesgos Financieros del Banco de España para asignar calificaciones crediticias. Para más información, véase Gavilá, Maldonado y Marcelo (2020).

de la decisión de un tercero. En este sentido, hay que tener en cuenta que las compañías, en especial las de menor dimensión, habían venido acumulando antes de la pandemia un volumen creciente de activos líquidos (véase gráfico 2.1). No obstante, de acuerdo con los resultados de las simulaciones realizadas, aunque las empresas hubieran hecho un uso completo de sus activos líquidos y de sus líneas de crédito solo habrían podido cubrir, como máximo, algo más del 40 % de sus necesidades, en términos agregados (véase gráfico 2.2).

### GRÁFICO 2. LIQUIDEZ Y CAPACIDAD DE COBERTURA DE LAS NECESIDADES DE LIQUIDEZ DE LAS EMPRESAS.



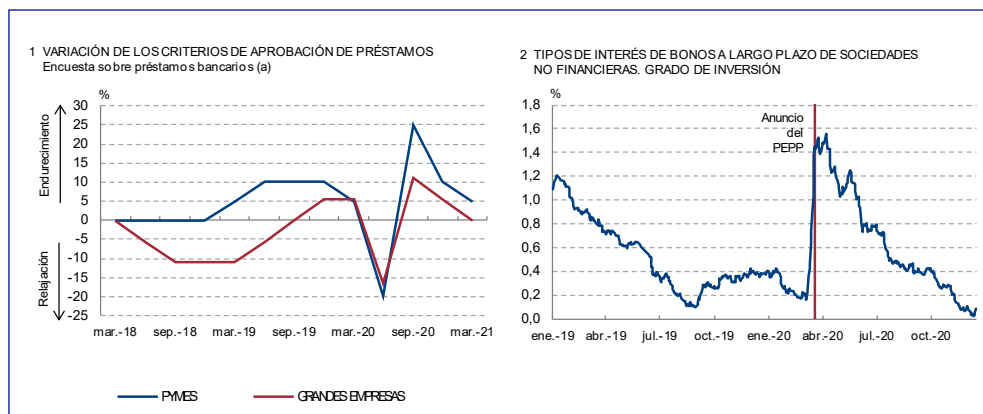
Fuente: Banco de España.

- La ratio de liquidez se define como Efectivo y otros activos líquidos equivalentes / Activototal.
- Los resultados que se muestran corresponden a la mediana de 100 micro-simulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de las mismas para cada sector y tamaño de empresa.

Estos resultados ponen de manifiesto los elevados riesgos de liquidez generados por la crisis. No obstante, la rapidez y contundencia de las medidas desplegadas han permitido que, tras la tensión inicial, se observara una mejora de las condiciones de financiación tanto en los mercados de crédito bancario como en los de renta fija. A ello también habrían contribuido otros factores, como la mejor situación de partida del sistema bancario o la distinta naturaleza de la crisis actual, que no tiene un origen financiero. Así, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB)

revela que en el segundo trimestre de 2020 las entidades de crédito españolas relajaron los criterios de concesión de préstamos a las empresas, si bien a partir del tercer trimestre se habría producido un cierto endurecimiento, como resultado de la mayor preocupación por los riesgos (véase gráfico 3.1). Asimismo, en los mercados de renta fija, las condiciones crediticias, que se endurecieron de forma considerable entre finales de febrero y mediados de marzo, comenzaron a mejorar después de que se anunciase la puesta en marcha del PEPP el 18 de marzo<sup>4</sup> (véase gráfico 3.2).

### GRÁFICO 3. CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS A EMPRESAS Y CONDICIONES DE FINANCIACIÓN.



Fuentes: Banco de España, Dealogic, Bloomberg Data Licensed.

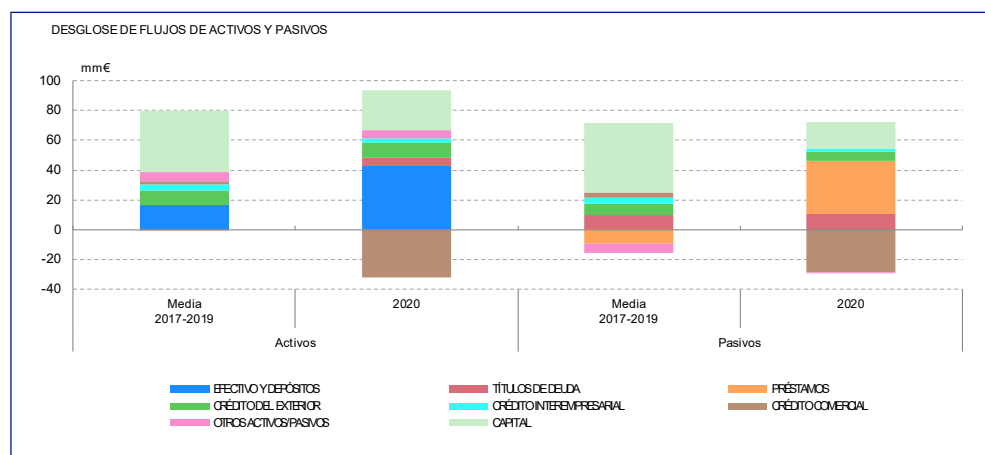
- a) Porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente x 1 + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida x 1/2 – porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida x 1/2 – porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente x 1.

Las favorables condiciones que ofrecían los mercados propiciaron que las empresas recurrieran a la financiación ajena para cubrir sus necesidades de liquidez. Así, la información sobre los flujos financieros de las empresas evidencia que, comparado con la media del período 2017-2019, en 2020 se produjo un incremento significativo de la financiación mediante préstamos bancarios, que en par-

<sup>4</sup> Para mayor detalle, véase Banco de España (2020a).

te se habría materializado en acumulación de depósitos, por motivos precautorios (véase gráfico 4). La tasa de crecimiento intertrimestral del crédito bancario concedido a las sociedades no financieras pasó de reflejar, en febrero, un descenso del 0,1%, a mostrar aumentos de entre el 4,8% y el 7,5% entre los meses de abril y junio (véase gráfico 5.1).

**GRÁFICO 4. FLUJOS FINANCIEROS DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS.**



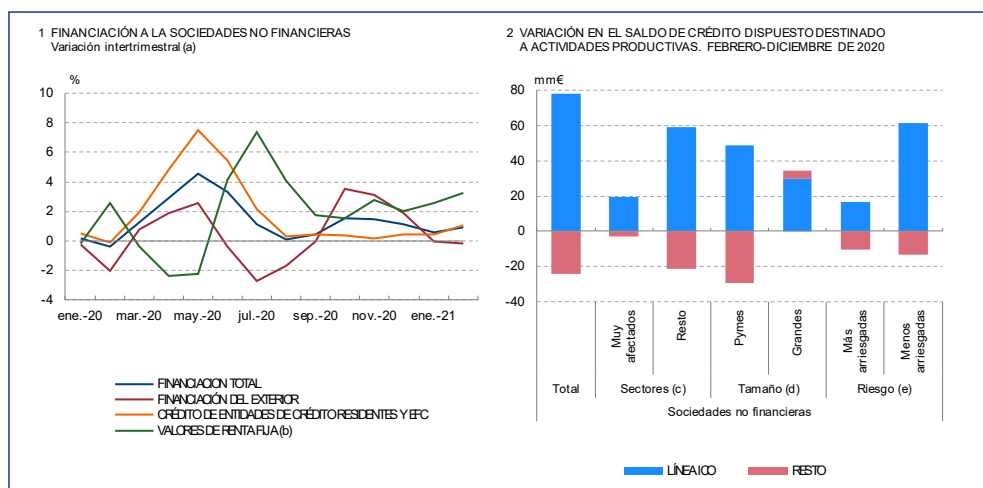
Fuente: Banco de España.

En el mayor dinamismo que ha tenido la financiación bancaria en esta crisis, cabe destacar el papel de los programas de avales gestionados por el ICO, con un volumen de crédito concedido al amparo de estos programas, hasta el 28 de febrero de 2021, de 117.398 millones de euros (incluyendo la parte destinada a los empresarios individuales). Asimismo, como muestra el gráfico 5.2, con información hasta diciembre de 2020, la financiación avalada contribuyó decisivamente al aumento del saldo de préstamos de las empresas<sup>5</sup>. Concretamente, se observa que, tanto para el conjunto de este sector como en la mayoría de los segmentos analizados, los préstamos acogidos a estos programas de avales explican el aumento del crédito en este período, mientras que el resto de los préstamos tuvieron una contribución negativa al avance de la deuda. El grupo de grandes empresas

<sup>5</sup> Para mayor detalle, véase Banco de España (2020b).

fue el único en el que el crédito no vinculado con los programas de avales tuvo una contribución positiva, aunque reducida, al crecimiento de su deuda.

## GRÁFICO 5. FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS Y DISTRIBUCIÓN DEL CRÉDITO.



Fuente: Banco de España.

- Tasas de variación de estacionalizadas.
- Incluye las emisiones realizadas por las filiales residentes de sociedades no financieras.
- Los sectores muy afectados son aquellos cuya facturación ha caído más de un 15% en 2020, esto es: hostelería y restauración, refino de petróleo, servicios sociales y culturales, transporte y almacenamiento, industria textil y fabricación de material de transporte.
- La definición de tamaño está en línea con la recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE. Las empresas de dimensión reducida que forman parte de un grupo empresarial no se clasifican como pymes.
- Las empresas más arriesgadas son aquellas cuya probabilidad de impago es superior al 5%.

Por su parte, las emisiones de valores de renta fija (principalmente realizadas por grandes compañías) también evidenciaron un notable incremento, si bien algo más tarde, entre junio y septiembre, tras la mejora de las condiciones crediticias en estos mercados. Con todo, la proporción de nuevos fondos procedentes de este mercado fue inferior a la observada en el período anterior a la crisis, especialmente en las empresas pertenecientes a los sectores más afectados y en el de las de tamaño comparativamente más reducido.

## 1.5. Impacto sobre la rentabilidad y el endeudamiento

A pesar de que las diversas medidas de política económica adoptadas han facilitado el acceso a la financiación ajena, ayudando a mitigar los riesgos de liquidez, ello no habría impedido que un elevado número de ellas registrase un fuerte descenso de sus niveles de rentabilidad y un importante deterioro de su posición financiera. Así, los ejercicios de simulación realizados por el Banco de España para el conjunto del sector empresarial evidencian que el descenso de la rentabilidad habría sido muy significativo en 2020, afectando a la mayoría de las compañías, aunque de nuevo con una heterogeneidad elevada (véase gráfico 6.1).<sup>6</sup> Así, la caída habría sido más intensa en el segmento de las pymes y afectaría en mayor medida al percentil 25 de su distribución, por debajo del cual se concentran las empresas menos rentables. El detalle por ramas de actividad muestra que el deterioro habría sido mayor en aquellas que operan en los sectores más golpeados por la crisis. Así, en los sectores muy afectados, la rentabilidad mediana habría pasado del 4,1 % al -9,4 % (véase gráfico 6.2). Para este grupo, la caída en la parte baja de la distribución sería sustancialmente mayor, como ilustra el descenso de 77 pp en el percentil 25. En cambio, en las ramas moderadamente y poco afectadas, la rentabilidad mediana habría disminuido en menor medida (5 pp y 3,5 pp, hasta el -0,7 % y -0,1 %, respectivamente).

Las simulaciones realizadas también permiten estimar la evolución del endeudamiento de las empresas en 2020. Concretamente, se utilizan dos indicadores. El primero, de carácter más estructural, relaciona la deuda financiera neta (definida como deuda financiera bruta menos activos líquidos) con el valor de esta deuda más el patrimonio neto de cada empresa. El segundo, que se calcula como el cociente entre la deuda financiera neta y los resultados corrientes (definidos como resultado económico bruto más ingresos financieros), mide la capacidad de las compañías para hacer frente a su endeudamiento financiero con los beneficios del ejercicio generados por la actividad. Los dos paneles del gráfico 7 muestran cómo habría variado, como consecuencia de la crisis del COVID-19, la proporción de empresas más vulnerables, entendidas como aquellas en las que las ratios de endeudamiento habrían superado ciertos niveles. Así, el porcentaje de compañías en las que el peso de la deuda neta en el balance es superior al 75% habría

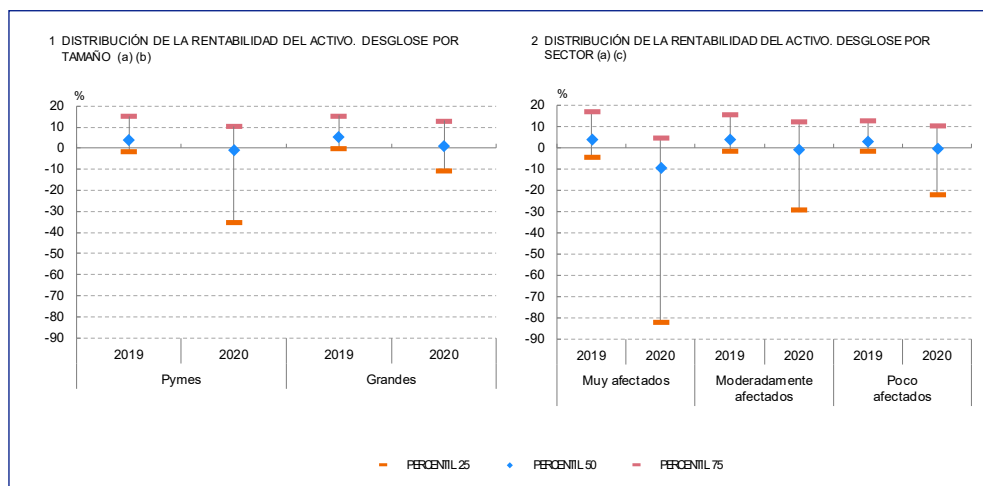
---

<sup>6</sup> Se presenta la mediana de 100 micro-simulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de las mismas para cada sector y tamaño de empresa.



aumentado 7 pp en 2020, hasta el 22% (véase gráfico 7.1). Este incremento habría sido mucho más pronunciado atendiendo a la proporción de compañías cuya ratio de deuda sobre resultados corrientes es superior a 10 o tienen excedentes negativos, que habría crecido unos 15 pp, hasta el 33% (véase gráfico 7.2). El mayor impacto que se observa en este indicador se explicaría por el fuerte descenso de los resultados, denominador de la ratio. Este aumento en el grado de vulnerabilidad sería algo más intenso en las pymes y, sobre todo, en las ramas más afectadas por la crisis.

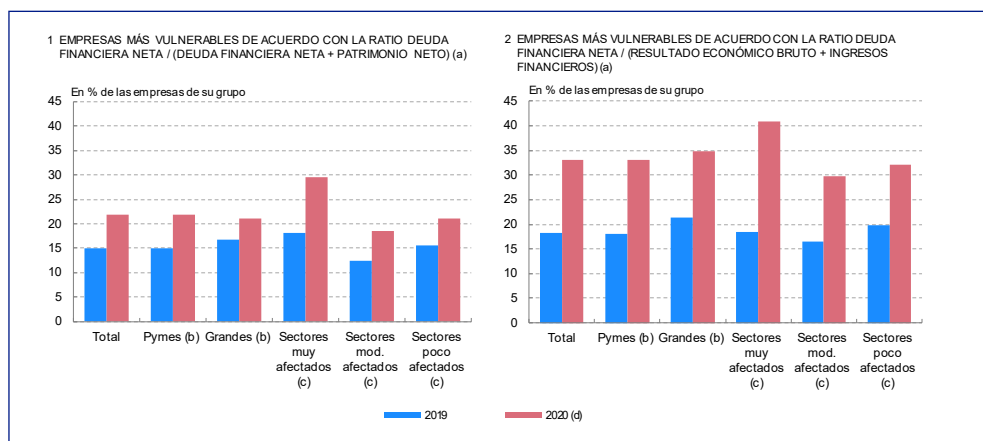
### GRÁFICO 6. LA RENTABILIDAD DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS.



Fuente: Banco de España.

- Rentabilidad del activo (ROA) = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo neto de recursos ajenos sin coste. Resultados obtenidos a partir de simulaciones consistentes con la evolución económica prevista por el escenario central de las proyecciones macroeconómicas publicadas por el Banco de España, en marzo de 2021. Los resultados que se muestran en estos paneles corresponden a la mediana de 100 micro-simulaciones en las que a cada empresa se le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de las mismas para cada sector y tamaño de empresa.
- La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- Se definen como sectores muy afectados por la crisis del COVID-19 aquellos cuyas ventas habrían caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas habrían caído entre un 8 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.

## GRÁFICO 7. LA RENTABILIDAD DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS ESPAÑOLAS.



Fuente: Banco de España.

- La deuda financiera neta se define como los recursos ajenos con coste menos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes, y las inversiones financieras a corto plazo. Se definen como empresas más vulnerables aquellas cuya ratio Deuda financiera neta / (Deuda financiera neta + Patrimonio neto) es mayor de 0,75 o, en el caso de la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros), cuando es mayor de 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.
- La definición de tamaños está en línea con la Recomendación de la Comisión Europea 2003/361/CE.
- Se definen como sectores más afectados aquellos cuyas ventas habrían caído más de un 15 % en 2020, como moderadamente afectados aquellos cuyas ventas habrían caído entre un 8 % y un 15 %, y como poco afectados el resto.
- Los resultados que se muestran en estos paneles corresponden a la mediana de 100 micro-simulaciones en las que a cada empresase le asigna de manera aleatoria una variación de las ventas en 2020 tal que se replica la distribución observada de las mismas para cada sector y tamaño de empresa.

Estos resultados sugieren que la mayor presión financiera experimentada por las empresas como consecuencia de la crisis del COVID-19 se debería tanto al aumento de su endeudamiento como a la caída de los beneficios. En este sentido, este mayor grado de presión financiera debería tender a aliviarse en la medida en que se recuperen la actividad y los excedentes de las empresas. No obstante, algunas compañías, y en especial aquellas más afectadas por la crisis, podrían enfrentar dificultades para superar el aumento en el grado de deterioro financiero.

## **1.6. Conclusiones**

La crisis del COVID-19 ha impactado significativamente sobre la actividad de la mayoría de las empresas, lo que se ha reflejado en un aumento de sus necesidades de liquidez. La rápida actuación de las autoridades económicas ha contribuido a mitigar los riesgos de liquidez de las empresas. Sin embargo, la prolongación de la crisis ha acrecentado los riesgos de solvencia, vinculados tanto con la merma de la rentabilidad como con el incremento del endeudamiento, siendo estos efectos muy heterogéneos dentro del sector corporativo.

El aumento de la vulnerabilidad de las empresas generado como consecuencia de la crisis del COVID-19 puede tener implicaciones negativas para las perspectivas de recuperación económica a través de distintas vías. Por una parte, la persistencia de compañías con un endeudamiento elevado contribuye a un menor dinamismo en las decisiones de inversión y de contratación de empleo ya que estas empresas se suelen enfrentar a unas mayores dificultades para expandir su actividad. Por otra, algunas empresas con problemas de solvencia podrían quebrar, lo que se traduciría en una pérdida de tejido productivo y de empleo. Además, en circunstancias extremas, los impagos de esta deuda podrían impactar de forma significativa sobre las entidades bancarias y reducir la oferta de crédito, con el consiguiente efecto adverso que ello tendría sobre el gasto agregado de la economía. En todo caso, las políticas económicas de apoyo a la solvencia de las empresas viables deberían mitigar estos riesgos.

## **1.7. Referencias**

- Banco de España (2020a). Recuadro 6 «El mercado español de deuda corporativa durante la crisis del Covid-19», publicado en el Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico, 3/2020.
- Banco de España (2020b). Recuadro 1 «El papel del programa de avales públicos en el dinamismo reciente del crédito a autónomos y a empresas no financieras» del artículo analítico «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», Boletín Económico, 4/2020.
- Blanco R., S. Mayordomo, Á. Menéndez y M. Mulino (2021): «El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas»; Documento Ocasional de próxima publicación, Banco de España.



## 2. DE LA INTERMEDIACIÓN CREDITICIA NO BANCARIA A LA VERDADERA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA

*María Isabel Cambón Murcia*

*Eudald Canadell Casanova*

*CNMV*

### 2.1. Resumen

Resulta casi baladí afirmar que una economía que goza de diferentes fuentes de financiación (crédito bancario, crédito proveniente de otras fuentes, acciones, deuda corporativa, etc.), además de presentar mayor resistencia a la mayoría de shocks que afectan directamente al sistema financiero o al entramado económico, suele presentar a medio y largo plazo tasas de crecimiento más elevadas y estables que aquellas cuyas fuentes presentan un sesgo importante hacia el crédito.

La financiación vía acciones, y muy en especial vía acciones cotizadas en mercados organizados, tiene, además, unos efectos altamente positivos sobre el conjunto de la economía que en el resto de los artículos de esta publicación se exponen e ilustran de forma clara. Aunque estas ventajas son de diferente índole baste mencionar, entre muchas, el efecto disciplinante que la financiación vía acciones cotizadas puede tener sobre el gobierno corporativo de las empresas que acuden a este medio.

Tiene todo el sentido, por lo tanto, explorar en qué manera se puede incentivar el mayor uso de la financiación vía acciones en un mercado fuertemente bancarizado como es el español.

En general, el enfoque utilizado cuando se acomete este tipo de estudios parte de la consideración de los incentivos de los demandantes de financiación y, por lo tanto, potenciales emisores de acciones, o de los incentivos de los inversores minoristas, como la búsqueda de rentabilidad, fiscalidad, etc. Simplificando, se podría decir que se trata de ver en qué medida se puede operar sobre dichos incentivos para modificar la composición del “mix” hacia una en que las acciones tengan un peso relativo superior al que tienen actualmente.

Nuestro intento en este artículo es, no obstante, más humilde. Partiendo del grado de bancarización que tenemos en nuestro país, lo que pretendemos es delimitar de alguna forma el mundo de la intermediación financiera no bancaria, que según los estándares es más bien crediticia, para dar una idea del margen que tienen las entidades que intervienen en ella para incrementar su inversión en acciones. O, dicho de otro modo, nuestro objetivo es delimitar cuál es el “caladero” (y cuál es su tamaño) al que se puede acudir en busca de una mayor financiación vía acciones.

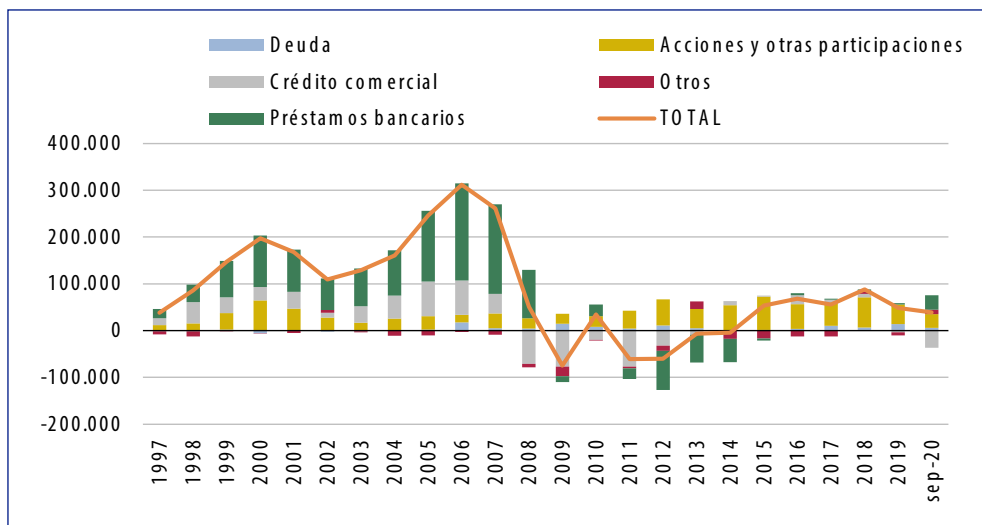
Por lo tanto, nuestro enfoque se realiza desde el punto de vista de las instituciones –inversor institucional– que pueden invertir en acciones, pero no tiene en cuenta ni los incentivos de los emisores de acciones (salidas a bolsa, mercados alternativos) ni de inversores minoristas.

### **2.2. La relevancia del equilibrio entre las fuentes de financiación**

Una economía que presenta un grado de diversidad elevado en cuanto a sus fuentes de financiación suele presentar a medio y largo plazo tasas de crecimiento más elevadas. La economía española se ha caracterizado históricamente por un grado elevado de bancarización y, por tanto, de la prevalencia del crédito como fuente de financiación de las compañías. Sin embargo, el papel de otras fuentes y, en particular, de aquellas que provienen de los mercados de capitales –en forma de acciones o de deuda– va aumentando en relevancia de forma progresiva. Estas últimas demuestran ser un complemento valioso del tradicional crédito bancario, incluso en momentos de crisis económicas que suelen venir acompañados de severas contracciones de crédito. Como se observa en el gráfico 1 este fue el caso de la crisis que tuvo lugar a partir de 2008 y que en Europa enlazó con la crisis de la deuda soberana en 2012, en la que se registró un periodo de fuerte descenso tanto del crédito bancaria como de los préstamos entre empresas (crédito comercial), dejando las posibilidades de financiación de las empresas casi exclusivamente en

manos de los recursos provenientes de los mercados y de los propios beneficios retenidos por parte de las entidades. En estos años la financiación vía mercados demostró su capacidad de amortiguación cuando otras alternativas dejan de estar disponibles o lo están a un coste elevado. En la crisis que estamos viviendo en la actualidad asociada a la pandemia del coronavirus ya se ha observado una caída sustancial del crédito comercial, pero no del crédito bancario, que incluso ha repuntado como consecuencia de las medidas adoptadas por el Gobierno, sobre todo en forma de avales del ICO. Por su parte, la financiación vía acciones y otras participaciones continúa mostrando una gran estabilidad.

### GRÁFICO 1. FINANCIACIÓN DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS.



Fuente: Cuentas Financieras del BdE. Flujos acumulados de cuatro trimestres.

### 2.3. La intermediación crediticia no bancaria

La delimitación de las entidades que forman parte de la intermediación financiera no bancaria (IFNB) no es una tarea sencilla. De hecho, la definición de actividades y entidades que forman parte de este sector se ha ido modificando y perfilando a lo largo de los últimos años en un proceso de revisión que ha afectado, incluso, a la propia denominación de este sector, originalmente denominado banca en la sombra (*shadow banking*). Con todo, no existe una delimitación única de

IFNB. Existen aproximaciones amplias, como la que realiza la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB por sus siglas en inglés), que se basan en las entidades denominadas OIF (otras instituciones financieras) que son todas aquellas instituciones del sistema financiero que no son bancos, seguros, fondos de pensiones o auxiliares financieros. Como se observa en el cuadro 1 los activos de estas entidades se situaron en 825.000 millones de euros a finales de 2019, un 2,2% más que en 2018. Este importe representa más del 60% del sector financiero no bancario y el 18% de los activos del sistema financiero total.

**Cuadro 1. Estructura del sistema financiero español.**

Millones de euros	Banco Central	Bancos	Seguros	Fondos de pensiones	Auxiliares financieros	OIF	Total
<b>Tamaño en 2019 (millones)</b>	745.021	2.539.128	321.125	148.471	65.445	825.024	4.644.215
<b>Tamaño en 2018 (millones)</b>	753.896	2.480.143	310.482	139.457	64.130	807.567	4.555.676
<b>% del total (2019)</b>	16,0	54,7	6,9	3,2	1,4	17,8	100
<b>Crecimiento 2019 (%)</b>	-1,2	2,4	3,4	6,5	2,1	2,2	1,9
<b>Crecimiento acumulado 2002-2009</b>	125,8	158,4	54,6	73,2	338,0	231,9	158,9
<b>Crecimiento acumulado 2009-2018</b>	243,5	-25,4	26,5	35,0	13,1	-23,8	-9,1

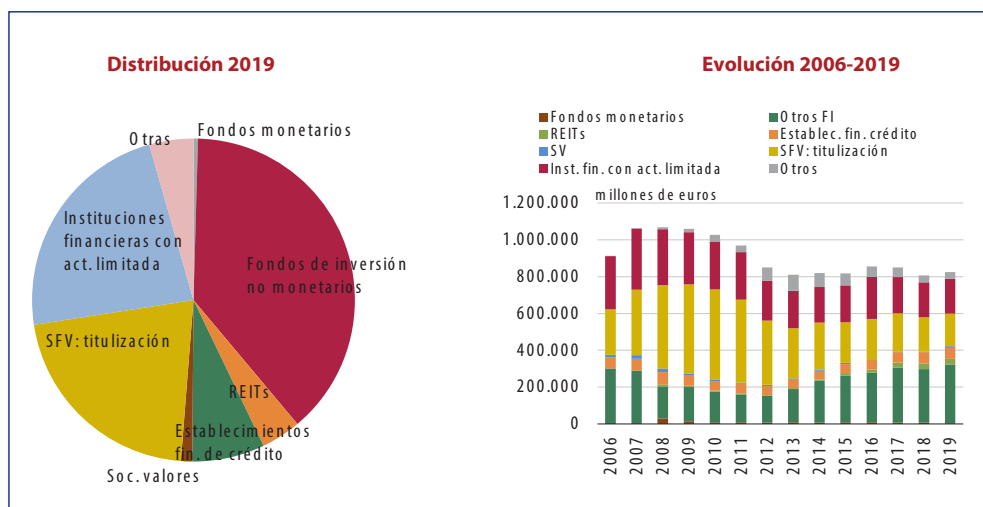
Fuente: CNMV y Banco de España.

Según se observa en los paneles del gráfico 2, las entidades más importantes de las OIF son los fondos de inversión no monetarios, seguidas de los vehículos de titulización y de las instituciones financieras con actividad limitada. En conjunto, estos tres tipos de entidades concentran el 82,7%% de los activos totales de las OIF. La evolución reciente de ellas ha sido diferente, observándose una marcada expansión de los activos de los fondos de inversión, desde los 146.082 millones



en 2012 hasta los 317.082 millones en 2019, mientras que ha descendido tanto el saldo vivo de las titulaciones (de 349.033 a 175.542 millones) como de las instituciones financieras con actividad limitada (de 216.369 a 190.088). En el caso de las titulaciones, su declive está asociado al descenso de las emisiones de estos activos tras la crisis financiera global, que desde hace algunos años tienen como objetivo el de disponer de activos con los que las entidades bancarias pueden obtener financiación del Eurosistema. En el caso de las instituciones financieras con actividad limitada su descenso se atribuye al menor dinamismo de las emisiones de participaciones preferentes, que fueron la actividad principal de estas entidades.

## GRÁFICO 2. DISTRIBUCIÓN Y EVOLUCIÓN DEL SECTOR OIF EN ESPAÑA.



Fuente: CNMV y Banco de España.

Otras aproximaciones a la intermediación financiera no bancaria, como la desarrollada por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB por sus siglas en inglés) son más estrictas y, aunque también han evolucionado durante los últimos años, se caracterizan por partir de todas las entidades financieras que no son bancarias y detraer todas aquellas que no realizan alguna de las cinco funciones que esta institución establece como relevantes para definir este sector. También detrae el importe del activo de las entidades que se encuadra en alguna de las funciones

económicas que consolida en el ámbito bancario para llegar finalmente a lo que se denomina la medida estrecha de la IFNB (véase gráfico 1). Las cinco funciones económicas que establece el FSB<sup>1</sup> son las siguientes:

- 1) Gestión de vehículos de inversión colectiva cuyas características les hacen susceptibles de reembolsos masivos. Las entidades que pertenecen a esta función son los fondos monetarios, los fondos de inversión de renta fija, los fondos mixtos<sup>2</sup>, los fondos de inversión libre (conocidos como *hedge funds*) y las SICAV.
- 2) Concesión de préstamos dependiente de financiación a corto plazo. En esta función estarían comprendidos los establecimientos financieros de crédito.
- 3) Intermediación en actividades del mercado dependiente de financiación a corto plazo o financiación garantizada. Las sociedades de valores pertenecen a esta función.
- 4) Entidades que realizan una actividad de “facilitación” a la creación de crédito. Esta función incluye, en el caso español, a las sociedades de garantía recíproca.
- 5) Intermediación crediticia basada en la titulización para la financiación de entidades financieras. En esta función se engloban los vehículos de propósito especial (SFV, por sus siglas en inglés), cuyo objeto es la titulización de activos.

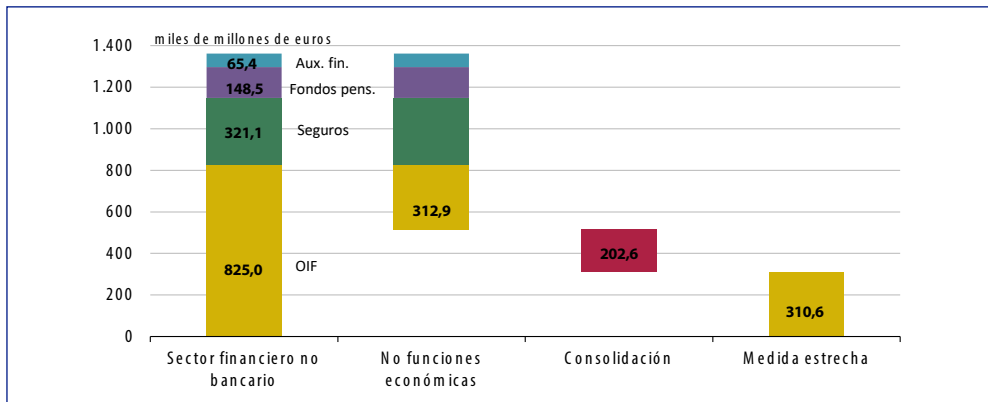
Como se observa en los gráficos 3 y 4, el importe de los activos de las entidades que forman parte de la intermediación financiera en España, algo superior a los 300.000 millones de euros en su concepción estrecha, es relativamente modesto a pesar del incremento que muestra desde 2012. En relación con los activos totales del sistema financiero, los activos agregados de las entidades que cumplen las cinco funciones económicas muestran una cierta estabilidad en los últimos años con porcentajes algo inferiores al 12%. Tras el descuento de los activos que

<sup>1</sup> Véase “*Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*” (2013).

<sup>2</sup> Según el criterio establecido por el FSB, solamente los fondos mixtos con un porcentaje de renta variable inferior al 80% de la cartera total se incluyen en la EF1. En España, según la legislación vigente, la exposición a la renta variable de los fondos mixtos no puede superar el 75% de la cartera, por lo que todos ellos se consideran dentro de la *intermediación financiera no bancaria*.

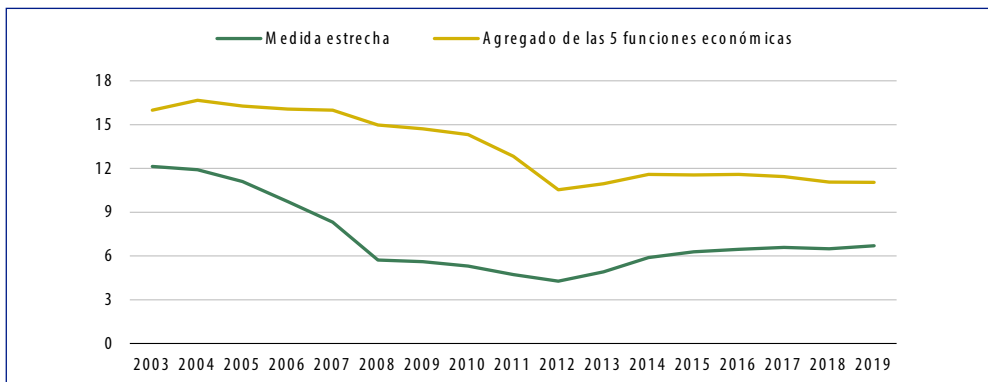
consolidan en alguna entidad bancaria la proporción se reduce hasta valores algo superiores al 6%, pero en tendencia ascendente según se ha señalado con anterioridad. Estos porcentajes continúan siendo inferiores a los que se observan en otros países de nuestro entorno, donde este porcentaje se sitúa alrededor del 10% (Alemania 12%, Francia 8% e Italia 10%).

**GRÁFICO 3. DEL SECTOR FINANCIERO  
 A LA MEDIDA ESTRECHA DE IFNB (2019).**



Fuente: CNMV y Banco de España.

**GRÁFICO 4. PESO RELATIVO DE LA IFNB  
 (% SOBRE EL SISTEMA. FINANCIERO).**

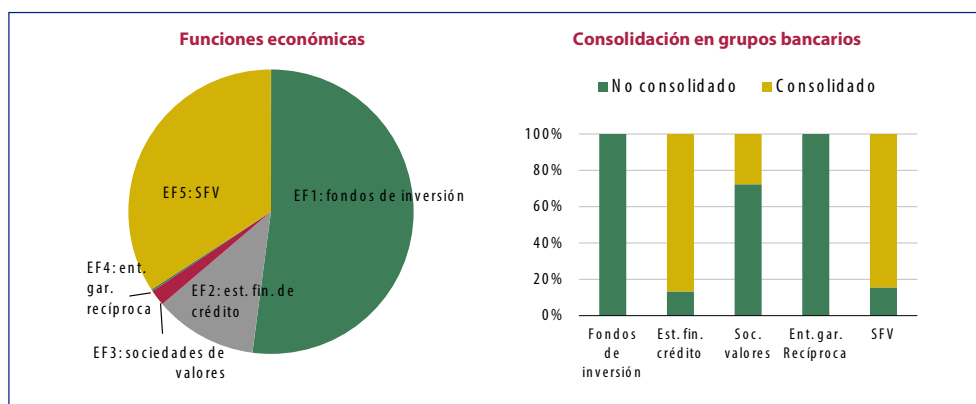


Fuente: CNMV y Banco de España.

Lo cierto es que la medida de intermediación financiera no bancaria que propone el FSB es más bien una medida de intermediación crediticia puesto que atiende a la relevancia de las entidades en función de su inversión en activos crediticios (préstamos y deuda) y excluye, en consecuencia, entidades como los fondos de inversión en renta variable que se dedican de forma mayoritaria a invertir en acciones. Desde esta óptica y para el caso español, las entidades más relevantes de la IFNB serían determinadas tipologías de fondos de inversión (267.342 millones de euros), los vehículos de titulización (175.542 millones de euros) y en menor medida los establecimientos financieros de crédito (59.893 millones de euros) –véase panel izquierdo del gráfico 5–.

Tras descontar los activos que consolidan en entidades bancarias que, como se observa en el panel derecho del gráfico 5, afecta sobre todo a los vehículos de titulización y a los establecimientos financieros de crédito, la relevancia de los fondos de inversión sería incluso superior, con un 86% del total de la IFNB en 2019. A continuación se situarían los establecimientos financieros de crédito con un 8.8% y las otras tres funciones económicas en su conjunto apenas concentrarían el 5% de los activos del sector.

**GRÁFICO 5. DISTRIBUCIÓN DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA NO BANCARIA POR FUNCIÓN ECONÓMICA. 2019.**



Fuente: CNMV y Banco de España.

El análisis de los riesgos asociados a la IFNB no identifica vulnerabilidades relevantes desde el punto de vista de la estabilidad financiera. El mapa de co-

lores del cuadro 2 representa la intensidad percibida de estos riesgos para cada categoría de riesgos y cada tipo de entidad. Por el momento los riesgos más relevantes que se identifican son los de crédito y de liquidez para la mayor parte de las entidades que forman parte de la IFNB. El riesgo de crédito se mantiene en niveles altos desde hace varios años por la propia naturaleza de la mayor parte de estas instituciones en cuyo activo predominan los activos crediticios (sobre todo deuda). El análisis del riesgo de liquidez es especialmente relevante, en primer lugar, porque como se ha comentado anteriormente los fondos de inversión conforman la parte más relevante de la IFNB y, en segundo lugar, porque la mayoría de estas instituciones permite reembolsos con frecuencia diaria. Por tanto, en un escenario de turbulencias en los mercados es particularmente importante que estas instituciones puedan afrontar un aumento significativo de los reembolsos de los partícipes sin grandes dificultades. Los diferentes indicadores de liquidez disponibles así como los ejercicios de test de estrés señalan hacia una cierta disminución de la proporción de activos más líquidos, sobre todo en algunas categorías de fondos, si bien se considera que estos siguen siendo suficientes para atender un posible aumento de los reembolsos. Los indicadores de apalancamiento calculados, por su parte, tampoco permiten concluir un apalancamiento excesivo para el sector en su conjunto ni tampoco para ninguna categoría de fondos en particular.

**Cuadro 2. Riesgos asociados a la intermediación financiera no bancaria (2019).**

	Fondos de inversión			Establecimientos financieros de crédito	Sociedades de valores	SFV: titulización
	Monetarios	Renta fija	Mixtos			
Riesgo de crédito	●	●	●	●	●	●
Transformación de vencimientos	○	●	○	○	○	●
Riesgo de liquidez	●	●	●	●	○	●
Apalancamiento	○	○	○	●	●	●
Interconectividad con el sistema bancario	○	○	○	○	○	●
Importancia relativa <sup>1,2</sup> (%)	0,7	15,5	29,6	11,7	1,8	34,2

Fuente: CNMV.

- a) Los pesos de cada una de las entidades presentadas en este cuadro no suman el 100%, ya que no están representadas las sociedades de garantía recíproca ni algunas tipologías de fondos que pertenecen también a la IFNB.
- b) Estos porcentajes están calculados según el tamaño total del sector, sin descontar las entidades que consolidan en grupos bancarios.

## 2.4. Hacia un concepto amplio de intermediación financiera no bancaria

Dado que la clasificación de las entidades que forman parte de la IFNB se realiza en función de su relevancia en la intermediación crediticia es interesante conocer: (i) qué instituciones quedan al margen de este sector y cuyo negocio puede estar orientado hacia la inversión en acciones y (ii) qué parte del negocio de las entidades que forman parte de la IFNB se dedica a esta inversión. Se trata de ver en definitiva cuál puede ser el potencial de crecimiento inversor en renta variable de las instituciones bajo la supervisión de la CNMV. Para ello volvemos a retomar las cifras de la inversión colectiva incluyendo a los fondos de inversión de renta variable, la cartera de inversión de las sociedades de valores y la actividad de otras entidades de menor tamaño pero en expansión como las entidades de capital riesgo, las plataformas de *crowdfunding* o las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. Todas ellas son susceptibles de invertir en acciones.

### 2.4.1. Inversión colectiva

La industria de fondos de inversión ha registrado un periodo de expansión muy intensa desde 2012 cuando el patrimonio era de 147.722 millones de euros hasta 2020, ejercicio en que cerró con 306.604 millones de euros<sup>3</sup>. Esta expansión solo ha sufrido un cierto freno este último año a consecuencia de la crisis del coronavirus, que dio lugar a reembolsos notables durante el mes de marzo. Pues bien como se observa en el panel izquierdo del gráfico 6, que ilustra la relevancia de las diferentes categorías de IIC, cerca del 70% del patrimonio de las IIC lo conforman categorías de instituciones que pueden invertir en acciones, algunas de ellas como los fondos mixtos con ciertas limitaciones. Dentro de los fondos mixtos, que concentran cerca de la mitad del patrimonio de las IIC, se incluyen

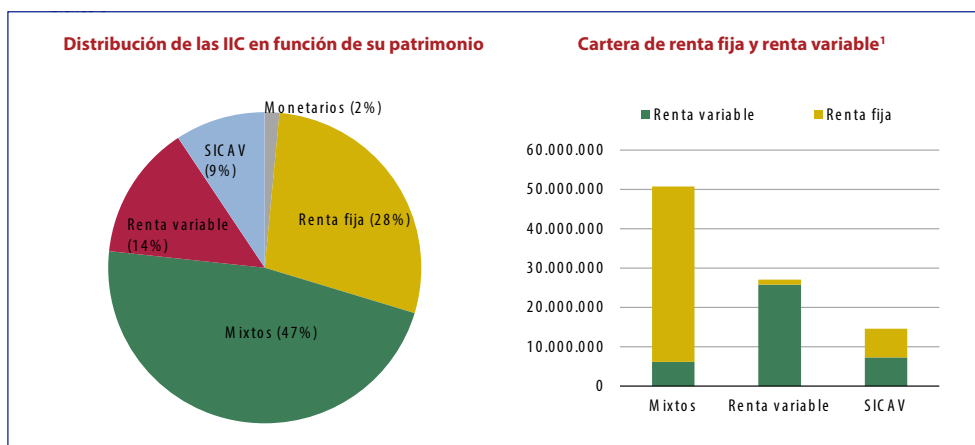
---

<sup>3</sup> Incluye SICAV.

los fondos de renta fija mixta (32%), renta variable mixta (22%), garantizados de renta variable (9%), de retorno absoluto (8%) y globales (30%). De estos, los de renta fija mixta presentan la mayor limitación a la inversión en renta variable, que debe ser inferior al 30% de su exposición total (incluyendo la parte correspondiente a inversiones en otras IIC). Por su parte, en los fondos de renta variable mixta su exposición a la renta variable debe estar comprendida entre el 30% y el 75% y en los fondos globales existe libertad absoluta a la hora de invertir en acciones.

Pues bien, como se observa en el panel derecho del mismo gráfico los fondos de inversión de renta variable, con un patrimonio algo inferior a los 25 mil millones de euros, invierten cerca del 95% de su cartera en acciones. Por su parte, las SICAV, con un patrimonio que es cerca de la mitad del de los fondos de inversión en renta variable, tienen una inversión en acciones que representa el 60% de su cartera. Finalmente los fondos mixtos registrados en la CNMV, de patrimonio superior a los 50 mil millones de euros, muestran una inversión directa en acciones que supone el 10% de su cartera total. No obstante, cabe señalar que en estas cifras no están contabilizadas las inversiones en otras IIC, que habitualmente presentan una cartera de inversión en acciones significativa.

## GRÁFICO 6. TIPOLOGÍAS DE IIC Y DISTRIBUCIÓN DE LA CARTERA.



Fuente: CNMV.

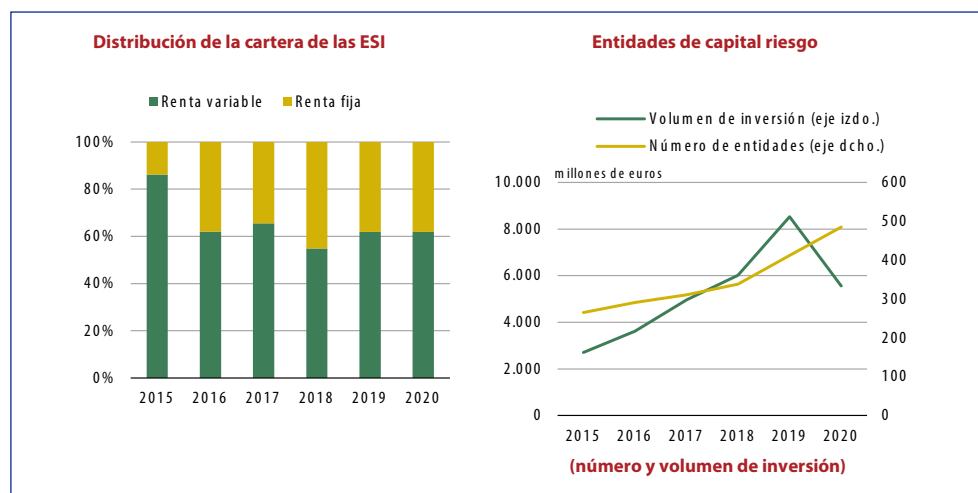
1. Datos correspondientes a septiembre de 2020.

2. No están contabilizadas las inversiones en otras IIC, importes en miles de euros.

### 2.4.2. Empresas de servicios de inversión y entidades de capital riesgo (ECR)

Las empresas de servicios de inversión y las entidades de capital riesgo también dedican una proporción importante de su cartera de inversión a la adquisición de acciones si bien cabe señalar que se trata de importes relativamente modestos en términos absolutos. En el caso de las empresas de servicios de inversión, la proporción de la inversión en acciones es cercana al 60% de su cartera desde hace varios años, y su volumen algo inferior a los 300 millones de euros. Este volumen relativamente pequeño de inversiones en acciones, en un sector que presenta una elevada concentración, se explica por el hecho de que la negociación por cuenta propia no representa la parte fundamental de estas entidades, que se dedican de forma principal a la prestación de servicios de inversión.

#### GRÁFICO 7. EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN (ESI) Y ENTIDADES DE CAPITAL RIESGO.



Fuente: CNMV.

Las entidades de capital riesgo presentan volumen de inversión más elevado y creciente en el tiempo, a pesar de la interrupción del año pasado. Estas entidades deben invertir un mínimo del 60% de su capital en acciones (o similar), préstamos participativos o participaciones en otras ECR (es el denominado coeficiente obligatorio de inversión). Como se observa en el panel derecho



del gráfico 7 el volumen de inversión de estas entidades sobrepasó los 8.000 millones de euros en 2019 y cayó por debajo de los 6.000 millones en 2020, siguiendo el número de entidades una trayectoria ascendente hasta cerca de las 500. El descenso del volumen de inversión en 2020 no debe empañar el mantenimiento del dinamismo inversor, que se reflejó en un nuevo máximo en el número de operaciones (765). En muchos casos se producen casos de co-inversión entre grandes fondos internacionales y fondos nacionales. En términos sectoriales, los mayores volúmenes de inversión se destinaron al sector de las comunicaciones (28%), seguido por el sector informático (25,4%) y de productos de consumo (10%).

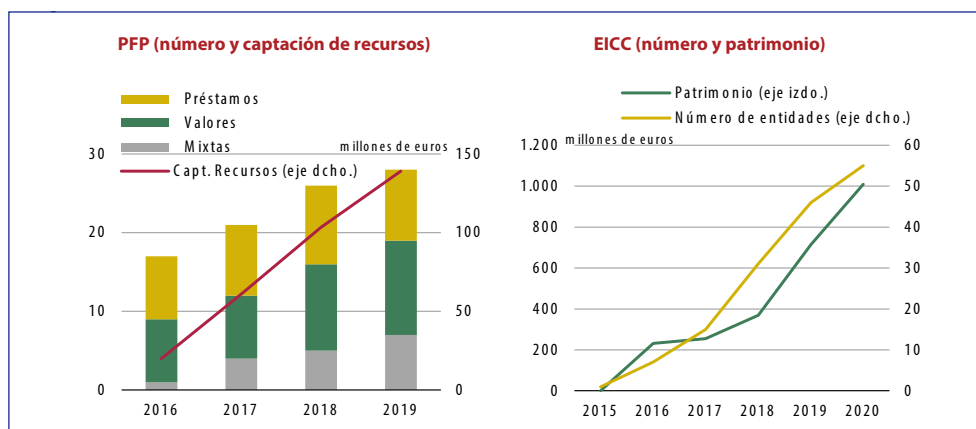
#### *2.4.3. Otros participantes con importancia creciente: plataformas de financiación participativa (PFP) y entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (EICC)*

Por último, merece la pena hacer una reflexión sobre participantes relativamente recientes en los mercados, que muestran un grado de expansión notable y también ofrecen la posibilidad de invertir en acciones. Este es el caso de las plataformas de financiación participativas (también conocidas como plataformas de *crowdfunding*) y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado. Aunque los volúmenes de inversión que manejan estas entidades se puede considerar relativamente pequeño, lo cierto es que son alternativas de inversión cada vez más atractivas para un cierto conjunto de inversores.

Por un lado las plataformas de financiación participativas, que fueron creadas en 2015 y cuyo número se sitúa en 27, presentan diferentes tipos en función de cómo otorgan financiación a las compañías. Así están las que conceden préstamos, las que invierten en valores (sobre todo equity) y las mixtas, que pueden funcionar de ambas maneras. Como se observa en el panel izquierdo del gráfico 8 estas plataformas captaron cerca de 140 millones de euros en 2019, de los cuales un 15,1% correspondían a plataformas que invierten únicamente en valores (47,1% si tenemos en cuenta también las mixtas, es decir, plataformas que pueden invertir en valores). Estas instituciones se verán afectadas en los próximos meses por una regulación europea que supondrá la homogeneización de la regulación de este sector en el ámbito de la UE. Esta nueva regulación supondrá un reto para las plataformas españolas pero también una oportunidad para competir en otros mercados en condiciones de igualdad con otros participantes.

Por otro lado las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, reguladas por la Ley 22/2014, de 12 de noviembre, por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, muestran una flexibilidad operativa completa puesto que no tienen coeficientes mínimos de inversión en ningún tipo de activo. Como se observa en el panel derecho del gráfico 8 se trata de un sector en clara expansión cuyo número de entidades superaba las 50 a finales de 2020 y su volumen de inversión superaba ligeramente los 1.000 millones de euros.

**GRÁFICO 8. PLATAFORMAS DE FINANCIACIÓN PARTICIPATIVAS Y ENTIDADES DE INVERSIÓN COLECTIVA DE TIPO CERRADO.**



Fuente: CNMV..

## 2.5. Conclusiones

Este artículo aborda brevemente las posibilidades de expansión de la inversión en acciones de los diferentes vehículos supervisados por la CNMV, partiendo de la relevancia del equilibrio en la composición de las fuentes de financiación de la economía como catalizador del crecimiento a medio y largo plazo. Para ello, parte de la evaluación del tamaño y evolución de las entidades que forman parte de la intermediación financiera no bancaria desde el punto de vista de la metodología establecida por el FSB, que identifica a estas entidades si cumplen alguna de las cinco funciones económicas establecidas por dicha institución.

Emplear esta metodología presenta la ventaja de obtener agregados que pueden ser comparados con los de otras jurisdicciones de interés. Pues bien, de acuerdo con los datos más recientes, los activos de las entidades que en España pertenecen a esta definición de IFNB en su sentido más estricto (que tiene que ver también con el descuento de activos que consolidan en entidades bancarias) se situaban en algo más de 300.000 millones de euros a finales de 2019. Esta cifra suponía el 6,7% del sistema financiero español y presenta una tendencia ascendente desde los mínimos de 2012.

Se puede argumentar que existe un margen relativamente amplio para incrementar la inversión en acciones desde una doble perspectiva. Por una parte la relevancia de la IFNB es inferior a la de otras jurisdicciones de nuestro entorno y por otra, la identificación de entidades de esta medida se realiza atendiendo a la relevancia de su inversión crediticia, es decir, en préstamos o en deuda. Por ello, excluye a entidades como los fondos de inversión en renta variable pura que juegan un papel fundamental en el impulso a la inversión en acciones.

Por tanto, se propone ampliar la medida convencional de IFNB, que en realidad es una medida de intermediación crediticia, a una medida amplia de intermediación financiera que considere a aquellas entidades que se dediquen en una parte fundamental a la inversión en acciones. Esta manera de argumentar comprendería la inclusión de entidades como los fondos de inversión de renta variable como la consideración de las carteras de las entidades que ya forman parte de la IFNB, en el sentido de discernir la relevancia de su inversión en renta fija y en renta variable y hasta qué punto puede producirse un desplazamiento desde la primera hasta la segunda.

El grueso de este análisis se refiere, por su relevancia en términos cuantitativos, a los fondos de inversión, en los que además del volumen de activos de los fondos de renta variable, cabe señalar la relevancia de varias tipologías de fondos de inversión mixtos, que pueden modular, dentro de unos límites establecidos en la regulación, su inversión en acciones. Pero también es relevante aludir a otros tipos de entidades, algunas reguladas en los últimos años, que están orientadas en una inmensa mayoría a la financiación de las compañías vía inversión en acciones. Dentro de este grupo estarían las entidades de capital riesgo, las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las plataformas de financiación participativa.

Para concluir es necesario repetir y precisar que el análisis del fomento de la inversión en acciones que se ha presentado en este artículo se realiza desde el

punto de vista del inversor institucional, que puede materializar una parte de su inversión financiera en acciones. No se aborda, por tanto, las posibilidades del inversor minorista que, en parte, puede invertir en acciones indirectamente a través de los vehículos anteriores, o también hacerlo de forma directa, con las consideraciones pertinentes en términos de rentabilidad, riesgo, liquidez y fiscalidad, entre otras cuestiones. Tampoco se abordan los incentivos de los emisores de dichas acciones, entre los que destacarían los que afectan, por ejemplo, a su decisión de cotizar o no en los mercados financieros tradicionales o alternativos.

### 3. LA BOLSA ESPAÑOLA COMO PALANCA DE CAPITALIZACIÓN EMPRESARIAL

*Susana Álvarez Otero*  
*Universidad de Oviedo*

El potencial de financiación de la Bolsa española, consolidado a lo largo de las últimas tres décadas como consecuencia de la confianza que los inversores nacionales y extranjeros depositan en el mercado, está siendo aprovechado por un número de empresas que cada vez es menor. Gracias al mercado muchas empresas españolas han alcanzado un tamaño relevante y una posición internacional sólida y competitiva.

Las consecuencias económicas y financieras de la pandemia causada por el Covid-19 abren un período en el cual la financiación en forma de capital se configura como elemento fundamental para que muchas empresas puedan superar la crisis y otras financiar proyectos innovadores relacionados con productos y servicios que han salido fortalecidos durante esta crisis.

Conseguir poner a disposición de un mayor número de empresas españolas la financiación bursátil resulta un reto que tendrá un rendimiento importante para el futuro de la economía española, que además se beneficiará de un tejido empresarial más transparente y con un gobierno corporativo más adaptado a los nuevos tiempos.

En este artículo se analizan las razones por las que se reduce el número de compañías cotizadas, las dificultades para revertir esta tendencia y lo necesario que resulta tratar de favorecer mecanismos de acercamiento de las empresas a los mercados, como lo ha sido en España, por ejemplo, el crecimiento del MAB (ahora BME Growth) y el MARF. En el trabajo se proponen medidas para corregir esta negativa tendencia para nuestra economía.

### 3.1. Introducción

La presencia de las empresas en los mercados de valores favorece el crecimiento económico sano, equilibrado y más veloz. Sobre lo anterior, existe un consenso generalizado. 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 la situación que pone de manifiesto la problemática que nos ocupa, articular algunas explicaciones que pueden estar detrás, 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.

### 3.2. La situación actual

El número de empresas que comienzan a cotizar en las Bolsas de EE.UU. y de Europa se ha reducido considerablemente en las últimas dos décadas. 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 Pannemans (2002) para el mercado belga, entre otros.

Para enmarcar bien la cuestión me parece importante señalar aquí que son mu-

chas 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.

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.

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 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 inclinasen 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.

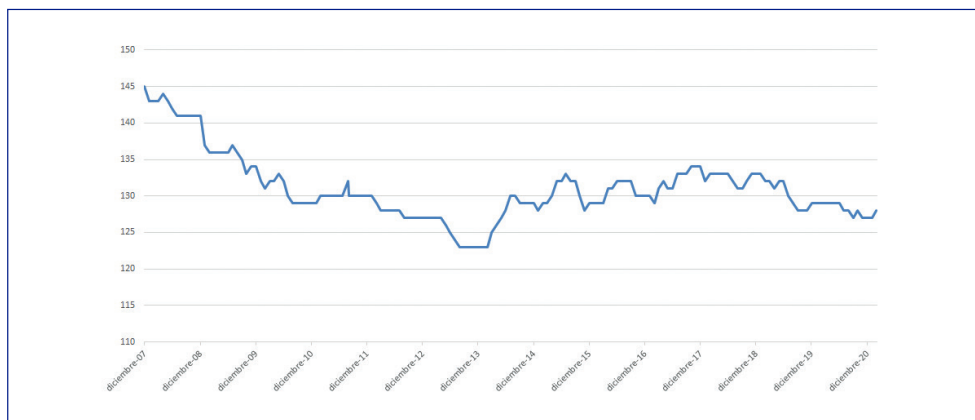
Un inconveniente extra que va asociado al hecho de una menor presencia de empresas cotizadas en las principales Bolsas es que la transparencia de los mercados de valores se aplica a un menor número de empresas y el hecho de que sean más las empresas que no son transparentes para la sociedad, puede limitar 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.

Por otro lado, también puede producir aumentos en 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.

En lo que respecta a 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. Las incorporaciones al mercado regulado de las Bolsa española han sido muy escasas en los últimos años. En 2018 se incorporaban cinco compañías para dar paso en 2019 y 2020 a solo dos compañías, Grenergy y Soltec. Por el contrario, las exclusiones de cotización en estos 3 años se elevan a 13.

**GRÁFICO 1. NÚMERO DE EMPRESAS COTIZADAS EN EL MERCADO PRINCIPAL (SIBE) DE LA BOLSA ESPAÑOLA. (DIC 2007 - FEB 2021) DATOS MENSUALES.**



Fuente: BME.

En los últimos años, 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.

Por su parte, 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 públicos de acciones 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).

España es un ejemplo tangible de esta creciente participación del capital riesgo y el capital privado en empresas de tamaño reducido y la pérdida de oportunidades de crecimiento por la ausencia de empresas en la Bolsa. En el ejercicio de 2020 recién terminado, el Capital Riesgo en España ha conseguido su tercer mejor registro histórico con 5.561 millones € de inversiones realizadas en 610 opera-

ciones, mientras en los mercados españoles de acciones las compañías cotizadas han recaudado a través de ampliaciones de capital más de 15.700 millones €, tanto para protegerse de los efectos de la pandemia como para acometer procesos de inversión. Desde el punto de vista de la dimensión y la potencia de la financiación empresarial con recursos propios, los mercados de valores son más eficaces.

Como señalaba anteriormente, las incorporaciones al mercado regulado de las Bolsa española han sido muy escasas en los últimos años. En 2018 se incorporaban cinco compañías para dar paso en 2019 y 2020 a solo dos compañías, Grenergy y Soltec. Por el contrario, las exclusiones de cotización en estos 3 años se elevan a 13. Por su parte, el Capital Riesgo realizó en 2020 en España 617 operaciones de participación en empresas y en 2019 fueron 715.

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.

### 3.3. Posibles explicaciones

Si abordamos el creciente divorcio de las empresas y las Bolsas nos encontramos ante un problema multifactorial y multicausal que no admite una receta omni-comprendiva 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.

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. 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.

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.

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.

También puede haber 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.

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.



Desde la Comisión Europea se apuntan otras ideas. 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.

### 3.4. Medidas propuestas para mejorar la situación

Propongo seguidamente un compendio de medidas que, en mi opinión, pueden contribuir a activar y agilizar el número de OPIs y compensar esta caída gene-

realizada en el número global de salidas a Bolsa, una vez que ha sido realizada la revisión de la literatura académica y de las medidas que se están aportando desde distintos organismos. Las medidas propuestas serían las siguientes:

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 e 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.
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, 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.
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, 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.
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), organismo que desarrolla toda una serie de iniciativas que van destinadas a potenciar e implementar estrategias que estimulen la cotización bursátil.
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.
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.
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 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.
  - 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.
  - 24.3. La tercera batería de medidas está destinada a integrar los mercados de valores nacionales en un mercado único auténtico.

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.

### 3.5. Bibliografía

- 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.
- 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.
- 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.
- 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.

- Gil 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.
- Jain, B.A. y O. Kini (1994): “The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms”, *Journal of Finance* 49 (5), 1699-1726. 1994.
- 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.
- 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 Sweden” *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

**ANEXO 1.**  
**RELACIÓN DE ASISTENTES AL 7º PANEL DE SEGUIMIENTO**  
**FINANCIERO IEAF-FEF DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**  
**16 de febrero de 2021 (Webinar)**

**María Abascal Rojo**  
*AEB*

**Carolina Albuerne González**  
*Uría Menéndez*

**Beatriz Alonso-Majagranzas**  
*BME*

**Susana Álvarez Otero**  
*Universidad de Oviedo*

**Pedro Álvarez Ondina**  
*Bankia*

**Cirus Andreu**  
*Banco Sabadell*

**Roberto Blanco**  
*Banco de España*

**Nuria Bustamante Martínez**  
*Bankia*

**Eudald Canadell**  
*CNMV*

**Carlos Contreras Gómez**  
*ACS*

**Antonio Cortina**  
*Banco Santander*

**Eugenia Escudero Prado**  
*IEAF-FEF Galicia*

**Isabel Feito Ruiz**  
*Universidad de León*

**Ana Isabel Fernández**  
*CUNEF*

**Loreto Fernández**  
*Universidad Santiago de Compostela*

**Enric Fernández**  
*Caixabank*

**Ignacio Fernández-Montes Prieto**  
*IEAF Andalucía*

**Domingo García Coto**  
*BME*

**Adolfo García Nombela**  
*ENDESA*

**Javier Garrido**  
*BME*

**Ricardo Gimeno**  
*Banco de España*

**Francis Gómez-Zubeldia**  
*Diana Capital*

**Pilar González de Frutos**  
*UNESPA*

**Víctor Manuel González Méndez**  
*Universidad de Oviedo*

**Laura Hospido**  
*Banco de España*



**Anna Ispuerto Maté**  
*CNMV*

**Alfredo Jiménez**  
*IEAF-FEF*

**Celia López Penabad**  
*Universidad de Santiago de Compostela*

**Isabel Cambón**  
*CNMV*

**Matías Marino González.**  
*Universidad de Oviedo*

**Sergio Mayordomo**  
*Banco de España*

**Javier Méndez Llera**  
*IEAF-FEF*

**Susana Menéndez Requejo.**  
*Universidad de Oviedo*

**Juan Antonio Mielgo Carrizo**  
*Telefónica*

**Beatriz Pérez Galdón**  
*Periodista*

**Santiago Pernías Solera**  
*AEB*

**Tomás Riestra Giner de los Rios**  
*Banco Santander*

**Marta Rivera Cazorla**  
*Banco Sabadell*

**Francisco Javier Sánchez Verdasco**  
*Incompany Formación en Finanzas*

**Javier Santacruz**  
*Universidad de Essex*

**Angie Suárez Salazar**  
*BBVA*

**Francisco Uría Fernández**  
*KPMG*

**Sirena Vázquez Baez**  
*BBVA*

**Nicolás Vicente**  
*CEOE*

**Francisco José Viseras Farrera**  
*BANCO SANTANDER*

**Jorge Yzaguirre**  
*BME*

**Jaime Zurita**  
*BBVA Research*

## **FOROS DE DEBATE – DOCUMENTOS DE TRABAJO DE LA FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS**

- Nº 1. Informe sobre el mercado hipotecario español. Febrero 2013.
- Nº 2. Las reformas como clave para impulsar la confianza y el crecimiento. Marzo 2013.
- Nº 3. Las finanzas públicas españolas en el inicio del siglo XXI: Los efectos de la crisis financiera de 2007. Julio 2013.
- Nº 4. La economía sumergida en España. Julio 2013.
- Nº 5. Las finanzas públicas españolas y los efectos de la crisis financiera. Homenaje a David Taguas. Septiembre 2014.
- Nº 6. Competitividad, eje de una expansión sostenida. Octubre 2014.
- Nº 7. El futuro de la Gestión de Activos. Noviembre 2014.
- Nº 8. Impacto económico de los cambios normativos en los seguros (LOSSEAR ROSSEAR y Baremo). Diciembre 2015.
- Nº 9. El cambio del modelo de negocio de la banca. Junio 2016.
- Nº 10. Ahorro, Pensiones y Seguros de Vida. Julio 2016.
- Nº 11. Debate sobre la evolución del Mercado del Petróleo y las Materias Primas. Junio 2016.

- Nº 12. El Sector Asegurador como inversor institucional y elemento estabilizador de la economía. Julio 2017.
- Nº 13. ¿Es la economía española financieramente vulnerable?. Octubre 2017.
- Nº 14. Cómo asentar y diversificar la financiación de la economía española. Febrero 2018.
- Nº 15. Sector Asegurador: impacto de las tendencias macroeconómicas y demográficas. Mayo 2018.
- Nº 16. Retos financieros pendientes de la economía española. Enero 2019.
- Nº 17. Nuevos retos del sector del automóvil. Julio 2019.
- Nº 18. Principales retos actuales y futuros del sector bancario español. Noviembre 2019.
- Nº 19. La Banca en el Siglo XXI: retos y respuestas. Talleres: 1) Fintech y Regulación Financiera. 2) Big Data e Inteligencia Artificial en el ámbito financiero. 3) Sector Financiero, Digitalización y Derecho de la Competencia. Noviembre 2019.
- Nº 20. Grandes retos de la economía gallega en la era digital. Octubre 2019.
- Nº 21. Inversión y crecimiento sostenible: retos y oportunidades en la gestión profesional del ahorro.
- Nº 22. Análisis de resiliencia del tejido empresarial español ante la crisis del COVID19.
- Nº 23. Instrumentos financieros para convertir patrimonio en rentas durante la jubilación.
- Nº 24. La gestión de la morosidad bancaria en la crisis del coronavirus.
- Nº 25. Panel del Sector Seguros. Un Capital de Resiliencia ante futuras pandemias, posible únicamente desde un modelo de cobertura público-privada.
- Nº 26. VII Panel del Sector Seguros. Necesidad del ahorro previsión tras una década de reformas en el sistema público de pensiones.
- Nº 27. Reformas en el tratamiento fiscal del ahorro destinado a previsión social.
- Nº 28. La hora de la financiación en forma de capital.

## **ENTIDADES PATRONO**

**BANCO SANTANDER, S.A.**  
**BANCO SABADELL**  
**BANKIA**  
**CLIFFORD CHANCE**  
**FIDELITY WORLDWIDE INVESTMENT**  
**INDITEX**  
**KPMG**  
**LA CAIXA**  
**BOLSAS Y MERCADOS ESPAÑOLES**  
**URIA & MENENDEZ**  
**ACS**  
**EY**  
**FUNDACIÓN MUTUA MADRILEÑA**  
**DELOITTE**  
**J&A GARRIGUES, S.L.**  
**CECA**

