

## UNA DE CAL Y OTRA DE ARENA

**Nuestra bolsa ha recibido en los últimos días una de cal y otra de arena: una confirmación oficial de su eficiencia y una severa crítica a ciertos comportamientos.**

Los mercados de valores españoles están aguantando bien el tipo en la dura competencia internacional. La bolsa ha logrado defender su “splendid isolation”. No se ha inmiscuido en el juego de fusiones y desfusiones al que se lanzaron sus competidores europeos, sino que se centró en mejorar la eficiencia de su negocio y simplificar su estructura. El resultado: la contratación de valores españoles se hace exclusivamente en nuestras bolsas, y ninguna empresa española ha decidido sacar a cotización sus acciones en el extranjero. Y eso a pesar de que nuestro mercado bursátil es, ¡con mucha diferencia!, el más abierto de la Unión Europea. Y eso no lo digo yo, sino un sesudo estudio oficial, preparado por London Economics para la Comisión Europea. El trabajo se propuso cuantificar la reducción de coste de capital que resultaría para las empresas de cada país, si los Estados suprimieran las múltiples barreras que aun permanecen en vigor e impiden que Europa sea de verdad un mercado financiero integrado. Resultado: las empresas españolas serían de todas las europeas las que menos se beneficiarían de esa liberalización – su coste de capital se reduciría únicamente en 23 puntos básicos. Las empresas francesas o alemanas, en cambio, se beneficiarían de una reducción de más del doble (59 p.b para Francia, 56 p.b. para Alemania). Las cifras muestran bien a las claras que el mercado bursátil español está mucho más abierto hacia el exterior que cualquier otro de la Unión y por eso también es mucho más eficiente.

Esta era la de cal. La de arena nos la soltó hace pocos días la “Lex Column” del Financial Times – sin duda la columna de análisis financiero más influyente del mundo. El tema de fondo era la OPA de Hesperia sobre NH. Pro al tiempo que recomendaba no aceptar la oferta, el columnista lanzaba dos cargas de profundidad contra el mercado bursátil español y su sistema regulatorio. La primera: no pasa nada si una compañía cotizada incumple sus declaraciones públicas hechas al mercado. La segunda: es práctica aceptada en España que el adquirente pague “cash” por un paquete de acciones lo suficientemente grande para de facto ejercer control sobre la empresa objetivo, pero lo suficientemente pequeño para convencer a las autoridades que ese control no existe; a continuación, el adquirente fusiona su propia compañía,

con la deuda asumida para comprar el paquete inicial, con la empresa objetivo, a la que en realidad controla, en condiciones mucho menos favorables, sin que las autoridades puedan o quieran intervenir.

¿Qué decir? A la primera imputación, hay que contestar que nuestra Ley prevé ya desde hace años la posibilidad de sancionar a las empresas por incluir información falsa en folletos o hechos relevantes o por engañar al mercado. A la segunda imputación, es un hecho – que el propio columnista recoge – que el legislador recientemente ha reforzado la normativa para intentar poner coto a operaciones abusivas que combinan OPA's y fusiones (se modificó el Reglamento de OPA's y se promulgó la Ley Aldama).

Lección de todo ello: el primer paso es legislar, y legislar con buena técnica y tras una amplia consulta a los sectores implicados. Es un requisito necesario pero no suficiente (y hay voces de expertos que estiman que la reforma de la normativa de OPA's no está bien planteada). Lo realmente importante es lo que los anglosajones llaman el “enforcement”: interpretar las normas con sentido de justicia, demandar eficazmente su aplicación y cuando se detecta un incumplimiento, exigir de forma rápida y ejemplar responsabilidades a los incumplidores. Quizá esté ahí la clave de la crítica.

Juan Fernández-Armesto