



**Conferencia de Juan Fernández-Armesto,**  
**Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**

***Ciclo "Reflexiones de fin de siglo"***

organizado por el Club Siglo XXI

Madrid, 27.4.00

---

---

**Nueva economía, nuevos mercados, nueva riqueza**

**Nueva economía**

1. Permítanme que comience con una predicción que les puede parecer atrevida. Cuando dentro de tres o cuatro décadas los historiadores analicen este cambio de siglo y de milenio, creo que describirán nuestra realidad en tonos de añoranza. No me sorprendería que llegaran a referirse a ella como una "segunda belle époque", una belle époque más fructífera, más global y más duradera que la primera - aquella primera que se desmoronó en un verano aciago en que Europa decidió suicidarse.

Concretando más, creo que serán tres los rasgos positivos que los historiadores venideros resaltarán de nuestra época:

- la prolongada inexistencia de grandes conflictos bélicos; vivimos sin guerras ni frías ni calientes - una situación ciertamente grata, a la que nuestra historia no nos tiene acostumbrados. Situación que debemos a una *pax americana* - como su lejano antecesor, la *pax romana*, fruto de un poder hegemónico e indiscutido.
- la uniformidad ideológica a lo largo y ancho del mundo; uniformidad nucleada alrededor de los conceptos democracia y economía libre de mercado; uniformidad que parece haber arrumbado al baúl de los desechos la dialéctica entre ideologías. No me malinterpreten Vds.: no estoy suscribiendo la tesis de Fukuyama de que la historia en sentido hegeliano, como embate dialéctico entre ideologías opuestas, ha

terminado. Mi argumento es más pragmático: los pocos países que no comparten como realidad o como aspiración los ideales de democracia y libertad económica - Cuba, Siria, Burma - son hoy excepciones estafalarias en el contexto universal.

- la bonanza económica, presagiada en los últimos años del siglo pasado y continuada en estos comienzos del milenio.

2. Los futuros historiadores se esforzarán en concretar las causas de esta bonanza económica. Quién y qué ha logrado que en un puñado de países un horizonte de

- alto déficit,
- alto endeudamiento,
- altos intereses, alta inflación,
- bajo crecimiento y
- alto paro, máxima desigualdad.

se haya convertido en pocos años en una realidad de

- bajo déficit,
- endeudamiento decreciente,
- inflación controlada,
- crecimiento estable y
- reducción del paro.

Creo que esos historiadores se referirán con admiración a una serie de gobiernos que en los últimos años del siglo XX adoptaron políticas macroeconómicas de sentido común:

- reducción del déficit público,
- presupuestos equilibrados,
- bancos centrales independientes,
- privatización de empresas públicas.

La historia demostrará que son estas políticas pasadas y no la revolución tecnológica que se está iniciando - lo que se ha dado en llamar Nueva Economía - la principal causa de la presente bonanza. El incremento de productividad, fruto de las nuevas tecnologías, aún no es un factor determinante de nuestra realidad actual - (quizá con la excepción de los EEUU).

3. El que la revolución tecnológica hasta ahora no haya tenido impacto macroeconómico no implica por supuesto que no lo vaya a tener en el futuro

inmediato. Lo tendrá, sin duda, en cuanto al desarrollo del internet entre empresas (lo que en la jerga se conoce como internet "B to B") despegue. Y cuando despegue lo hará con fuerza inusitada, generando grandes incrementos de eficiencia. Las predicciones apuntan a que en un plazo de cuatro años la empresa media podrá reducir sus costes en un 4-5%, simplemente gracias a las nuevas tecnologías de la información.

4. Para visualizar el futuro, a mi siempre me gusta mirar hacia atrás. Encontrar ejemplos en nuestra historia que iluminen lo que nos espera. Permítanme que aventure una comparación: el efecto sobre nuestra economía de la expansión de mercados electrónicos en internet será similar al que en su día produjo la construcción del ferrocarril.

Antes del ferrocarril, las asimetrías de precio entre diversas regiones no se podían corregir. El trigo podía ser más caro en Andalucía que en Galicia, pero no había posibilidad de transportarlo de un lugar a otro. El ferrocarril creó un mercado nacional al abolir las barreras geográficas.

Pero esos mercados geográficamente unidos aun no son perfectos. Permanecen barreras de información que los hacen ineficaces. El gran avance llegará cuando los mercados electrónicos en internet pulvericen las asimetrías de información. Un comprador de trigo conocerá, en tiempo real y simultáneamente, todos los precios a los que miles de vendedores estén dispuestos a venderle. Comprará más barato y la eficiencia del sistema económico aumentará.

5. Después de este pequeño excursión, querría volver a nuestro hipotético historiador, que dentro de varias décadas se esfuerce en describir los avatares de nuestra época. Sin duda se referirá a que, en el primer lustro del milenio, explotó una revolución tecnológica, se referirá a las ganancias de eficiencia que generó y a la ayuda que supuso para un crecimiento económico sostenido.

Un concepto, sin embargo, estará ausente en los futuros libros de historia económica, el de "nueva economía": el propio desarrollo lo fagocitará. Los juristas sabemos lo fútil que es darle a un fenómeno el adjetivo de "nuevo". O incluso novísimo. La "Novísima Recopilación" es hoy una antigualla legislativa que ya nació obsoleta.

El concepto Nueva Economía simplemente sufrirá la sanción del olvido. Será una simple nota a pie de página en los libros de historia eruditos. Y si

el historiador tiene algo de sentido del humor, será una nota irónica, que refleje el gran número de artículos que se escribieron, libros que se publicaron y conferencias que se dieron, hacia comienzos del milenio, sobre tan efímero tema.

### **Nuevos mercados**

6. En resumidas cuentas: la bonanza económica que hoy vivimos no es más que el fruto de una política macroeconómica sana y razonable. Los frutos de una revolución tecnológica aún los hemos de cosechar. Si Vds. quieren la Nueva Economía es más una expectativa que una realidad.

¿Quid de los nuevos mercados financieros?

7. Una gran diferencia separa economía industrial y economía financiera. La economía industrial vive el momento, la financiera descuenta el futuro. Los mercados financieros ya incorporan hoy en los valores que negocian y en los precios que cotizan esa revolución tecnológica, que aún no ha ocurrido o que está comenzando a ocurrir.

Pero hay un segundo factor: el impacto de la revolución tecnológica va a ser mucho más intenso en aquellas industrias cuyo producto sea virtual, sea informatizable. Y el dinero y los valores son el más virtual de los productos. Esto permite que todos sus procesos administrativos se roboten, y que los productos bancarios y los servicios de inversión se conviertan en mercancías. Mercancías que se comercian a través de la red. Mercancías estandarizadas, cuyos costes el consumidor puede comparar con un mínimo esfuerzo.

8. Los dos factores que he descrito - descuento del futuro, innovación tecnológica - se refuerzan recíprocamente y someten a los mercados financieros a un proceso de cambio vertiginoso. El cambio es de tal envergadura, ocurre con tal precipitación, afecta a tantos aspectos, que estamos perdiendo la capacidad de sorprendernos.

El *maelstrom* afecta a la estructura de los propios mercados, a los valores que se negocian, a los agentes que intermedian y asesoran, a los inversores que les confían sus ahorros y a los supervisores que velamos por su transparencia.

## **(i) La estructura de los mercados de valores**

9. Las bolsas han cambiado en los últimos años hasta resultar irreconocibles. Cuán lejos quedan aquellos tiempos en que ejército, divisa y bolsa eran atributos de soberanía; en que las bolsas eran instituciones públicas, que por ley disfrutaban de un monopolio.

Las bolsas hoy son empresas de servicios, que compiten entre sí en base a su tecnología informática, y que han perdido todo enraizamiento con un determinado país.

Las alianzas entre mercados se tejen y se destejen con inusitada ligereza.

Siempre es difícil predecir el futuro, aunque para mí una conclusión no ofrece dudas: las economías de escala, la búsqueda de la liquidez, la globalización de los mercados, el desarrollo tecnológico, son todos factores que indican que en muy pocos años se habrá producido una concentración de bolsas a nivel mundial.

Y que se habrán desdibujado las fronteras entre bancos, bolsas y empresas tecnológicas de internet. Los bancos crearán nuevos mercados que compitan con las bolsas establecidas. Las bolsas perderán su naturaleza de sociedades mutuas, cuyos socios por ley son también sus miembros. Las empresas de internet se aliarán con bancos y bolsas, aportando un componente tecnológico que cada vez será más importante.

## **(ii) Los inversores**

10. Pero no sólo son los mercados de valores los que están cambiando, lo está haciendo también el perfil de los inversores.

Las familias españolas se han embarcado en un saludable proceso de diversificación de las carteras de valores en que invierten sus ahorros.

El saneamiento de las finanzas públicas ha reducido la oferta de títulos públicos. Durante largo tiempo estos títulos habían ofrecido al ahorrador el beneficio de una singular combinación de alto rendimiento y ausencia de riesgo. Al reducirse su oferta y su rendimiento, las familias han reducido su tenencia de deuda pública. Simultáneamente, las grandes operaciones de privatización han acercado a millones de españoles la posibilidad de

convertirse en accionistas. Las fuertes y continuadas revalorizaciones del mercado bursátil han añadido ímpetu a esta evolución.

El resultado es que hoy una de cada tres familias españolas tienen una buena parte de sus ahorros invertidos directamente en Bolsa, por un valor efectivo de 24 billones de pesetas. Además, casi dos millones de españoles tienen invertido en renta variable, a través de fondos de inversión, un patrimonio de 6,3 billones de pesetas.

11. Pero no es sólo que el número y el peso de los inversores haya cambiado. Es también que su perfil y su nivel de información ha sufrido una transmutación prodigiosa.

El inversor individual ahora tiene acceso en tiempo real a los hechos relevantes y a toda la información financiera de los emisores (a través de la web de la CNMV); puede conocer los precios a que se están cotizando los valores en cada momento; y mediante un simple clic, desde su casa, puede ejecutar directamente órdenes de compraventa en mercados españoles y extranjeros.

El número de inversores que gestiona sus activos, que investiga sus inversiones y que toma sus propias decisiones financieras está aumentando. Los inversores no son ya simples usuarios del sistema, proveedores pasivos de dinero que actúan a través de intermediarios profesionales. Se están convirtiendo más y más en parte integral del funcionamiento del mercado, y están suplantando actividades tradicionalmente reservadas a inversores profesionales e intermediarios.

### **(iii) Las empresas cotizadas**

12. Tradicionalmente, la bolsa ha sido el instrumento de financiación de grandes empresas maduras y rentables. Empresas consolidadas, con un proyecto en funcionamiento, activos importantes y beneficios demostrados durante varios años. Recordemos que las grandes empresas privatizadas, hace aún dos o tres años, correspondían perfectamente a este patrón.

El último año ha vivido un giro copernicano en el tipo de empresa que accede a bolsa, y en el momento en que lo hace.

13. Primero en Estados Unidos y después en Europa hemos visto cómo la bolsa acepta financiar un nuevo tipo de empresa: la empresa de tecnología punta, en el sector de internet, de telecomunicaciones o de biotecnología. En realidad son empresas literalmente opuestas a la empresa bursátil tradicional:
- si aquella disponía de activos físicos, ésta solo tiene ideas, conocimiento, activos intangibles
  - si aquella generaba beneficios, ésta sólo produce (y producirá en el futuro cercano) pérdidas
  - si aquella era una realidad material, ésta es un simple concepto de futuro.
14. Hace apenas dos o tres años, los inversores habrían rechazado de plano toda oferta de invertir en empresas con una realidad tan poco contrastada y un futuro tan incierto, como el de las nuevas empresas de alta tecnología. Es sintomático de la velocidad del cambio, y de la certeza de la inminencia de la revolución tecnológica, que las empresas ".com", las empresas de nuevas tecnologías, se hayan convertido en el gran factor de crecimiento de todos los mercados bursátiles. Y en los valores cuyo precio ha crecido de forma más espectacular, aun después de los ajustes de los últimos tiempos.

Los precios alcanzados no son justificables en base a criterios tradicionales. Arthur Levitt - el Presidente de la SEC - llegó a preguntarse si estas compañías realmente valían 1000 veces nada. Hemos vivido, seguimos viviendo un arrebatamiento colectivo entre inversores sedientos de nuevas tecnologías, y empresas de nueva tecnología dispuestas a invertir dinero ajeno en la creación de proyectos innovadores. Arrebatamiento, que como todo proceso desbordado, ha generado también unas incertidumbres y volatilidades inusitadas.

### **El caso español**

15. ¿Qué está ocurriendo entre tanto en España?

Permítanme que comience con algo que no debe ocurrir, que no podemos permitir que ocurra: que España pierda el tren del desarrollo tecnológico.

Bill Clinton acaba de resaltar, en la conferencia que reunió en la Casa Blanca que "la tecnología de la información hoy representa sólo el 10% de

los puestos de trabajo americano, pero es responsable de aproximadamente un 30% de su crecimiento económico".

Tenemos que aplicar a este sector la "teoría de los frutos tardíos" de la que habló Menéndez Pidal. Quería decir que las grandes olas de cambio llegan tarde a nuestro país. Ahora bien, cuando al fin llegan lo hacen con especial decisión.

Es imprescindible que esta tradición se repita en las nuevas tecnologías. Aunque comencemos algo más tarde que los países punteros, deberíamos producir una explosión de empresas de nueva tecnología.

Existen infinitos empresarios españoles que potencialmente tienen una idea, un concepto, un proyecto empresarial. Lo que precisan es apoyo.

"Incubadoras" y "ángeles empresariales" que guíen sus primeros pasos. Aquí las universidades, las cámaras de comercio, el sector público tienen una importante labor.

Y después posibilidades de financiación para que la idea germine.

16. En su fase inicial la financiación vendrá por vía capital riesgo. No tengo que resaltar la importancia de este sector para la innovación empresarial y la creación de empleo. La Comisión Europea lo ha convertido en uno de sus objetivos prioritarios. En España se promulgó una nueva Ley y se encomendó a la CNMV su supervisión y fomento. El importe invertido durante el pasado año se ha duplicado con respecto al año anterior, aunque partiendo de orígenes muy bajos.

Pero aún estamos muy lejos de alcanzar los niveles de inversión de los países europeos más desarrollados: tres de ellos - Gran Bretaña, Alemania y Francia - concentran tres cuartas partes de la industria.

Una fuerte alternativa de financiación que podría paliar este déficit en España, podrían ser los 32 billones de pesetas que están invertidos en fondos de inversión. Si una parte se pudiera redirigir hacia empresas no cotizadas, podría suponer un gran impulso a su desarrollo. Ya se ha dado un paso prometedor: la figura de los FIMES, los fondos de inversión especializados en invertir en empresas no cotizadas. Está prevista en la Ley, y sólo pendiente de desarrollo reglamentario.



## **El Nuevo Mercado**

17. Pero el capital riesgo, importante en sí mismo, no es suficiente. El desarrollo de las empresas de nueva tecnología exige que en una fase muy temprana de su vida puedan acudir a financiarse en bolsa. La bolsa les ofrece oportunidades casi ilimitadas de financiación, y altas posibilidades de revalorización si el proyecto tiene éxito.

El Gobierno y la CNMV han apoyado el proyecto de las bolsas españolas de seguir el ejemplo de otros mercados europeos y de crear un segmento especial en el que puedan cotizar las empresas españolas de alta tecnología y alto crecimiento.

Es importante que los mercados españoles ofrezcan la posibilidad de financiar proyectos empresariales innovadores y de futuro; que los inversores españoles tengan la oportunidad de invertir en "empresas concepto", que puedan resultar las empresas triunfadoras del mañana.

Pero también es importante que los valores de la Nueva Economía se separen nítidamente del mercado de valores tradicionales. Las empresas del Nuevo Mercado incorporan una posibilidad de generar grandes beneficios, pero también un riesgo superior al de los mercados tradicionales.

18. Existe una dificultad adicional: en las empresas tradicionales, en aquellas cuyos activos son tangibles, el balance ofrece una imagen razonablemente fiel de la realidad de la empresa.

No así en las nuevas empresas. Me atrevería a decir que la primera víctima de la Nueva Economía, son los principios generales de contabilidad.

Los activos importantes para las empresas de nuevas tecnologías, conocimiento, proyecto, know-how - no lucen en balance. Se produce un cisma entre la información que el balance proporciona y la realidad de la empresa.

En estas circunstancias, la información financiera tiene que ser especialmente transparente y tiene que garantizar que todo el inversor se pueda hacer una imagen fiel del proyecto empresarial en el que se ofrece invertir. Los emisores, los bancos asesores, la CNMV como entidad supervisora, todos tenemos la responsabilidad de garantizar que esto ocurra.

Pero también para los inversores el Nuevo Mercado conlleva nuevas responsabilidades. Tienen que aprender a invertir con los ojos abiertos, informándose, analizando. Recordando la conveniencia de diversificar sus carteras. Sopesando el precio al que se le ofrecen las acciones, y no olvidando nunca que - a medio plazo - el único factor determinante del precio de una acción es su capacidad de generar beneficios.

19. Hasta aquí he descrito cambios de gran importancia acaecidos en los mercados de valores españoles durante los últimos años. Pero me parecen de naturaleza eminentemente técnica. No van a la esencia de lo que importa. Creo que en los últimos años han producido dos efectos mucho más profundos en los mercados financieros, que afectan de forma más radical a los valores generales de nuestra sociedad.

### **El efecto disciplinador de la bolsa**

20. Me di cuenta del primer efecto a través de la pregunta de una periodista extranjera. Estaba preguntándome sobre el sorprendente desarrollo de España como país y como economía. Sus palabras denotaban entusiasmo. Pero de repente una pregunta me frenó en seco: ¿No tenía miedo de que se repitiera lo acaecido en el "boom" de finales de los ochenta? ¿Que una fase de rápido desarrollo terminara en un rosario de crisis empresariales?

Mi primer impulso fue contestar haciendo hincapié en la prevalencia de unos nuevos valores éticos en España. Me contuve a tiempo. Me encantaría poder afirmar rotundamente que los estándares de ética empresarial de hoy en España son radicalmente mejores que los de la década de los 80. Pero no conozco sistemas empíricos para medir niveles de ética.

Ahora bien: sí creo que la presente situación de bonanza difícilmente puede diluirse en un conjunto de escándalos empresariales; y si lo creo firmemente es porque los nuevos mercados financieros han impuesto también una nueva disciplina.

Una nueva disciplina basada en mayor transparencia y maximización del valor de la empresa.

## **Mayor transparencia**

21. No puede haber duda alguna que uno de los efectos más positivos de los nuevos mercados financieros es la elevación de las exigencias de transparencia. Unos auditores cada vez más conscientes de su responsabilidad, un supervisor cada vez más exigente en la publicación de hechos relevantes, unos consejeros cada vez más independientes y con mayores funciones de fiscalización - todos ellos son factores que hoy dificultan extraordinariamente la realización sistemática de actuaciones irregulares en el seno de una gran empresa cotizada.

## **Maximización del valor de la empresa**

22. Otro fenómeno de los mercados financieros merece ser destacado: hoy todo gestor de una empresa cotizada es consciente que su máximo deber es crear valor para el accionista.

El mercado ha resuelto así, de un plumazo, una *quaestio vexata* a la que nos enfrentábamos los mercantilistas. ¿Cuál es el objetivo al que se deben los administradores de una empresa? Nuestra tradición jurídica y nuestra Ley define ese objetivo como el interés social. La expresión no es precisamente un modelo de claridad. Se ha prestado a elucubraciones de la más variada índole.

Una interpretación del concepto hace coincidir interés social con una suerte de interés autónomo de la empresa, en el que se sintetizarían los intereses divergentes de accionistas, trabajadores, clientes, comunidad local, intereses públicos...

La otra hace coincidir interés social con interés de los accionistas. Y eleva la maximización del valor para los accionistas a paradigma de actuación de los administradores.

23. El mercado ha venido a clarificar el concepto: si quieren ser competitivas, si quieren mantenerse independientes, las empresas españolas tienen que tener como primera meta el crear valor para sus socios - o para decirlo sin eufemismos, maximizar el precio de su acción.

24. Y no hay duda que las empresas españolas cotizadas se han aplicado con diligencia y éxito a la creación de valor para sus accionistas. Las

adquisiciones de empresas en el extranjero, la escisión de ramas de actividad, la lucha por mejorar los ratios de explotación son algunas de las estrategias seguidas con éxito para llevar el precio de la acción hasta cotas cada vez más altas.

25. El encumbramiento de la creación de valor para el accionista como principio absoluto de la administración de las sociedades cotizadas, indudablemente produce grandes virtudes: obliga a una gestión eficiente, crea un mercado de control.

Instaura el principio que todo administrador debe rendir cuenta y razón frente a los propietarios de la empresa, y precisamente en base a un parámetro fácil de medir y comparar. Es un magnífico antídoto frente a cualquier tentación de abuso fraudulento del patrimonio social.

En una palabra: la fijación de la gestión empresarial en la maximización del precio de la acción crea responsabilidad, eficiencia y riqueza. La gran pregunta es: ¿riqueza para quién? Y la contestación no ofrece duda: para el accionista, para el factor capital.

### **Cogestión**

26. Y es aquí donde yo querría dar un paso atrás para reflexionar. *Reculer pour mieux sauter*. Reflexionar sobre los efectos que a medio plazo estas políticas de creación de riqueza para el accionista pueden tener para los otros grupos interesados en la empresa - y muy especialmente para sus trabajadores.

Para ello es imprescindible que retrocedamos 50 años en el tiempo, y volvamos a la Alemania de la posguerra. Es la Alemania de los recuerdos de mi infancia, de un país horrorizado de su pasado y empeñado en evitar los errores de la historia.

En ese clima de renovación y bajo la atenta mirada de los aliados vencedores, la herencia socialdemócrata se fertilizó con los valores del cristianismo social y engendró la cogestión de los trabajadores ("Mitbestimmung"). Es el principio de que la gestión de las grandes empresas no debe corresponder exclusivamente al capital, sino que debe ser compartida entre accionistas y empleados.

La idea se impuso, en primer lugar y con un máximo de rigor, en la industria alemana del carbón y del acero.

En la década de los 70, el sistema se extendió a todas las grandes empresas alemanas. Se impuso la doble estructura de consejo de vigilancia y consejo de administración, y la participación de los trabajadores en el órgano de vigilancia.

27. Introducido en Alemania, el modelo de cogestión en general no ha encontrado imitadores. Nuestra Constitución aún eleva la participación de los trabajadores a uno de los objetivos que debe perseguir la política económica. Pero nuestro Derecho positivo no se ha hecho eco del mandato constitucional.

En los demás países europeos tampoco existe cogestión. Ni voces que la reclamen.

¿Cuál es la causa? En mi opinión, la cogestión ha fracasado porque

- ni ha mejorado la calidad de la gestión
- ni ha resuelto el primigenio conflicto de interés entre propietarios y gestores que subyace en toda empresa

28. Parece demostrado que el camino para mejorar el gobierno de las empresas cotizadas no pasa por dar acceso a los órganos de gestión a los trabajadores o a los sindicatos. Pasa por designar a consejeros expertos, profesionales e independientes que - sin asumir funciones ejecutivas - dirijan y fiscalicen la labor de los directivos.

29. Pero la gran debilidad de la cogestión es que no alivia el conflicto de interés que subyace a toda empresa. Los directivos y empleados gestionan un patrimonio ajeno, propiedad de los accionistas. Y están sujetos a dos vectores de intereses que se contraponen: el interés propio como empleados, y el interés de los accionistas, al que se deben como gestores de sus bienes ajenos. Este conflicto permanece inalterado, haya o no haya cogestión.

## Nueva riqueza

30. Y aquí retomo - *pour mieux sauter* - la línea argumental que abandoné. Si algo ha ocurrido en los últimos años es que en las sociedades cotizadas este conflicto de interés entre gestores y propietarios se ha agudizado.

Se ha agudizado precisamente porque los mercados de valores han convertido la creación de valor para el accionista en el principal, casi en el único criterio de gestión empresarial. Y ha ocurrido el efecto que se buscaba: los Nuevos Mercados han visto una explosiva multiplicación del valor de las acciones y una generación de Nueva Riqueza, como quizá no se había visto nunca en la historia bursátil.

31. Efectivamente así es: la bonanza económica que vivimos, el factor de bienestar que genera, no se debe tanto a que las rentas estén aumentando desproporcionadamente, sino a que el valor de los activos - y muy especialmente de las acciones - se ha multiplicado.

Nada hay en principio que objetar a que todos logremos ser un poco más ricos. Al fin y al cabo es el objetivo de nuestro diario afán y ajeteo. Pero sí veo con cierta preocupación el efecto que este proceso de acumulación de riqueza en manos de los accionistas puede tener sobre la distribución de riqueza en nuestra sociedad.

32. El tema de la distribución de la riqueza está cargado de ideología y de emociones. Pero es un tema que no podemos obviar.

Fue Bentham el que, hace dos siglos, introdujo la idea que la misión de todo gobierno debe ser promover la mayor felicidad para el mayor número de ciudadanos. Y dado que la utilidad marginal del dinero es decreciente - es decir, el primer millón genera más satisfacción que el centésimo - se impone una conclusión: es matemáticamente cierto que redistribuir riqueza aumenta la felicidad global, porque los receptores valorarán más que los pagadores el dinero que reciben. Y que una política de redistribución maximiza la felicidad social.

Tan fuerte son estos argumentos utilitaristas, que constituyen el sustrato ideológico de los impuestos progresivos sobre la renta y sobre el patrimonio del siglo XX.

Impuestos que, en forma exagerada, abocan a un entumecimiento de la iniciativa privada. Y que han provocado una línea de argumentación opuesta: Hayek y Friedman han recalcado que una fiscalidad confiscatoria retrae el impulso creador del individuo, limita la creación de riqueza, y genera una sociedad más pobre, y, aunque sea más igualitaria, también menos feliz.

No es el lugar ni el momento de profundizar en este debate, que entra de lleno en lo más profundo de la filosofía política. Pero sí quiero resaltar algunas opiniones.

33. Alguien tan poco sospechoso de izquierdismo como Greenspan - Presidente de la Reserva Federal - ha dicho en el Congreso americano que la desigualdad se ha convertido en una "importante amenaza de nuestra sociedad". Y hace pocos días alertó: la prosperidad de los últimos cinco años en los Estados Unidos ha beneficiado casi en exclusiva a la población blanca que ingresa más de 25.000\$ al año. La riqueza de los que ganan menos de esa cifra ha bajado entre 1995 y 1998.

Son datos preocupantes.

34. Queremos vivir en una sociedad más rica, pero también, y sobre todo, en una sociedad en la que una amplia capa y no una minoritaria élite de ciudadanos se beneficie de un alto nivel de vida. Y no sólo por motivos éticos, sino por egoístas motivos de paz social y tranquilidad ciudadana (como hace poco recordaba Fernando Savater).

Si ese es nuestro objetivo, si queremos que la Nueva Riqueza que generan los Nuevos Mercados mejore o al menos no perjudique la situación actual, el remedio no ofrece duda: tenemos que favorecer que en proporción creciente las familias españolas tengan capacidad de ahorrar, y educación financiera suficiente para invertir esos ahorros en renta variable.

Y tenemos que favorecer muy especialmente que los trabajadores tengan acceso preferente a las acciones de las propias empresas en las que trabajan.

### **Riqueza en acciones**

35. Ya me he referido, al hablar del Nuevo Mercado, del saludable proceso por el que las familias españolas han incrementado su inversión en acciones.

Según las últimas cifras el 34% del ahorro de los españoles está hoy invertido en renta variable, incluyendo fondos de inversión. La cifra es un gran avance, pero aún queda lejos de las cifras de los EEUU y Gran Bretaña, que superan el 50%.

Llegar a esas cifras en España supondrá permitir que una proporción más amplia de la sociedad se beneficie de la capacidad de creación de riqueza de las empresas cotizadas, y de su ímpetu por crear valor para el accionista. Cuando eso ocurra - y espero que sea pronto - habremos dado un paso significativo al menos hacia una mayor igualdad de oportunidades.

### **Riqueza en acciones de la propia empresa**

36. Si bueno es invertir en acciones, mejor es hacerlo en el capital de la empresa en la que uno trabaja. Porque la inversión en capital de la propia empresa añade una ventaja adicional: alinea los intereses de empleados y accionistas.

Ya he señalado que en los últimos tiempos se había incrementado el conflicto de interés consustancial a toda empresa. Y cómo el concepto de cogestión se había mostrado ineficaz para resolver esta situación. El conflicto en cambio sí se puede resolver si la participación de los empleados se traslada del ámbito de la gestión al de la propiedad de capital.

Los alemanes, que gustan de acuñar conceptos para todo, hablan del proceso de reconducción de la "Mitbestimmung" a la "Mitbeteiligung", de la cogestión a la coparticipación.

Dicho en términos filosóficos y en alemán, la cuestión no parece conflictiva. Convertido en términos financieros y anglosajones, y aplicado a nuestra realidad social, el tema es explosivo: estoy hablando ni más ni menos que de lo que vulgarmente se denomina *stock options*.

### **Stock Options**

37. Déjenme que lo diga rápidamente y sin tapujos: soy decidido partidario de planes correctamente diseñados y plenamente transparentes (y recalco este aspecto), que incentiven la participación de directivos y empleados en las sociedades cotizadas.

Soy partidario porque así se alinean intereses contrapuestos y se reducen los costes de agencia.



Soy partidario porque así se permite a los trabajadores que participen en la creación de valor de los accionistas y se favorece la justicia distributiva.

Soy partidario porque un plan correctamente diseñado crea valor adicional para todos, incluidos los propios accionistas.

38. Existe un fondo de inversión que invierte exclusivamente en sociedades cotizadas en la que los empleados son también accionistas. Ha obtenido continuamente rendimientos superiores a los de otros fondos equivalentes. Es la prueba empírica de una verdad de sentido común: la empresa en cuyo capital participan los empleados es una empresa que funciona mejor.

39. No soy el único que aboga sin tapujos por una participación significativa del factor trabajo en el capital de las empresas.

Déjenme que les dé dos ejemplos cogidos de ambos extremos del arco ideológico.

40. En Estados Unidos existen dos tipos de planes fiscalmente incentivados - los ESOP's y los planes 401 (k) - que han logrado una auténtica explosión en este tipo de inversión - no como modo de enriquecimiento desmedido para altos ejecutivos, sino como una fuente de riqueza para empleados ordinarios.

Según el organismo que supervisa estas estructuras - el National Center for Employee Ownership -, el número de empleados americanos que detentan actualmente *stock options* se calcula entre 7 y 10 millones, y su participación total asciende al 8% del capital de las empresas en las que trabajan.

41. Esta es la experiencia en la América capitalista y conflictual.

Pasemos a la Alemania socialdemócrata y consensual: el Canciller alemán Gerhard Schröder dio hace unos días una conferencia en la fábrica Volkswagen, precisamente sobre la necesaria transición de cogestión a coparticipación. Permítanme que entresaque algunas de las frases más significativas:

"Los socialdemócratas... se han comprometido desde hace decenios a favor de la participación de los trabajadores en el capital".

"Todos sabemos que empleados copropietarios, que están interesados materialmente con el éxito de la empresa, producen resultados significativamente mejores. La identificación... con la propia empresa es más fuerte. Su motivación es más alta..."

Después de mencionar positivamente los modelos de *stock options* en la Nuevas Empresas, Schröder terminó: "sólo el 6% de los trabajadores alemanes participa en el capital de empresa. Hay mucho que hacer en el camino hacia una sociedad de coparticipación".

42. Les hablé, al principio de mi intervención, de la uniformidad ideológica que se está instaurando a lo largo y ancho del mundo. ¡Será difícil encontrar un ejemplo más convincente que el que les acabo de describir!

### **Requisitos de los sistemas de remuneración**

43. El que sea partidario de estructuras que faciliten la participación de los trabajadores en la empresa no quiere decir - por supuesto - que sea partidario de todas las estructuras y sin ningún tipo de condición.

Dos condiciones previas son imprescindibles: todo sistema de remuneración basado en el valor de las propias acciones debe ser aprobado por los accionistas, como legítimos propietarios de la empresa. Y todo sistema debe ser transparente, hasta el punto de individualizar la participación de cada consejero o director general.

Ambos requisitos se cumplen en la normativa española.

44. Pero existe un requisito adicional. Todo plan de participación en capital debe favorecer el interés de la empresa.

Esto no quiere decir que el plan no puede conllevar un coste. Pero sí que ese coste se vea compensado por ventajas que redunden en un incremento de la eficiencia. En concreto:

- un plan para cumplir correctamente sus objetivos, debe idealmente abarcar a todos los trabajadores de la empresa, o al menos a un número muy amplio
- un plan para cumplir correctamente sus objetivos, debe ser igualitario; no debe distorsionar la relación de remuneración dentro de la empresa, o dicho de otra forma, debe ser razonablemente proporcional a la remuneración fija
- un plan para cumplir correctamente sus objetivos, debe alinear los intereses a largo plazo de accionistas y empleados; lo relevante no debe ser que en una determinada fecha el precio de la acción alcance determinada cota , sino que la empresa de forma continuada genere valor para los accionistas y que los trabajadores participen en esa generación.
- un plan para cumplir correctamente sus objetivos, debe fidelizar a los trabajadores y directivos, incentivarlos a que continúen trabajando y esforzándose por la empresa; un plan nunca debe ser un incentivo para que el empleado, en el momento que reciba las acciones, las venda y abandone el barco.

Como Vds. ven, se trata de requisitos, por un lado de sentido común, y por otro exigidos por el parámetro básico de toda actividad empresarial, el interés social, la creación a largo plazo de valor para el accionista.

\* \* \*

45. Con esto termino.

Globalización es mercado, y los mercados funcionan bien cuando son transparentes, cuando los precios se fijan libremente, cuando hay información de calidad, cuando un supervisor independiente y profesional, imbuido de *auctoritas*, los supervisa.

Los mercados financieros internacionales adolecen de algo que a nivel nacional se presupone: una supervisión eficiente. Después de la última crisis del año 98, se han adoptado algunas tímidas iniciativas de mayor coordinación internacional. Pero las causas que provocaron la última crisis, en su esencia, continúan irresueltas.

A nivel europeo, el Euro ha forzado la creación de un mercado financiero unificado. Pero la supervisión continua a nivel nacional. El gran reto de los próximos años será coordinar las supervisiones nacionales, para garantizar el correcto funcionamiento de los mercados europeos. No es tarea baladí.

46. Estamos en un momento de bonanza económica. En los albores de una revolución tecnológica. En el *maelstrom* de unos mercados financieros globales que ya valoran el futuro. Y que están generando nuevas riquezas y nuevas formas de organizar las empresas.

Con estos mimbres deberíamos ser capaces de embridar la revolución tecnológica, regular los mercados financieros, minimizar los costes de agencia en la empresa, maximizar la creación de riqueza y distribuirla más racionalmente.

Muchas gracias.