

**INTERVENCIÓN DEL PRESIDENTE DE LA CNMV**  
**EN LAS XXVI JORNADAS DE MERCADOS FINANCIEROS**  
**(Sevilla 3-6-99)**

**EL MERCADO DE VALORES COMO FINANCIADOR: LAS OPVs**

1. Los mercados en la Europa post-euro

A lo largo de los dos últimos años, todos los que trabajamos en y para los mercados de valores españoles, nos dedicamos a identificar los retos y las posibilidades que nos planteaba la puesta en marcha de la segunda fase de la Unión Monetaria y con ella, la introducción del euro. Ante un mercado financiero europeo único no era difícil presagiar la aparición de, al menos, dos fenómenos claros:

- Tendencia hacia la unificación de mercados en todas sus áreas de actividad, e
- Incremento de la competencia

Ambas situaciones, que amenazaban con la posibilidad de que a medio plazo ciertas parcelas del negocio financiero español pudieran desplazarse a otros países europeos, se enfrentarían con éxito si conseguíamos, básicamente:

- Fomentar el desarrollo de los mercados domésticos;
- Incrementar la oferta de valores;
- Ser competitivos en costes;
- Elevar los niveles de transparencia;
- Cumplir estrictamente las normas de conducta y
- Añadir credibilidad y seriedad en el gobierno de las empresas cotizadas.

2. Unificación de mercados

Uno de los fenómenos previstos, la tendencia hacia la unificación de mercados, se ha desarrollado más deprisa de lo esperado.

2.1. Contamos ya en Europa con tres ejemplos de unificación:

- Las 8 principales bolsas europeas sellaron el pasado 5 de mayo en Madrid el acuerdo para la creación de un mercado único bursátil europeo.
- Los mercados de derivados francés, español e italiano (Matif, Meff y Mif) han acordado la interconexión de la negociación de varios de sus productos y
- Distintos sistemas de compensación y liquidación como Cedel (basado en Luxemburgo y directo competidor de Euroclear) y el alemán DBC (Deutsche Börse Clearing) ya han decidido fusionarse para ofrecer una plataforma única, también han acordado que Sicovam, su equivalente en París, pueda incorporarse el próximo año.

Como vemos, España está participando en alguno de estos movimientos. En este punto quiero manifestar el pleno apoyo CNMV a cualquier opción empresarial

de nuestros mercados que garantice competitividad y asegure ese puesto que nos corresponde como una de las principales plazas financieras europeas.

Pero también quiero reiterar algo que ya dije y a lo que se me han unido otros como los presidentes de AIAF y de la Bolsa de Madrid: Para hacerse oír en Europa, los mercados españoles tienen que hablar con una sola voz. Se trata de coordinar y aunar fuerzas desde la unidad de intereses. En países como Francia y Alemania se ha conseguido. Las fusiones y los acuerdos internos han precedido a los europeos.

2.2. En los distintos proyectos que se vienen dibujando en Europa, no parece haber una línea maestra de actuación. Sí hay un gran voluntarismo por parte de todos. Esta voluntad se manifiesta en hechos como que en Meff se negocie el contrato francés sobre euribor.

2.3. Pero está claro que todo mercado de contado arrastra al derivado y a la compensación. Si el proceso de decantación de intereses está por delante, arrastra todo el negocio.

2.4. De la participación en estos procesos de unificación, de aprovechamiento de sinergias para ganar competitividad, en el mercado español se detectan luces y sombras:

- Es muy positiva la incorporación de la Bolsa y de los MEFFs al proyecto europeo.
- Está en marcha la segmentación del mercado, con el acuerdo para la creación de un bloque de negociación para empresas en crecimiento.
- Se ha avanzado en el desarrollo de los mercados de renta fija, tanto en emisiones como en negociación, pero aún tenemos pendiente la creación de una plataforma conjunta de negociación. El proyecto “Infomedas” diseñado para “crear mercado” en la negociación de la deuda pública podría ser un ejemplo y extenderse para dar profundidad y liquidez al mercado de la renta fija privada.
- La afección (aceptación) de valores de renta fija privada como garantía en las operaciones de instrumentación de la política monetaria, ha sido un revulsivo para ese mercado.
- La situación del mercado de derivados de renta fija es, quizás, la más complicada. Ya era previsible. La práctica desaparición del diferencial de tipos de interés en Europa reduce los productos de cobertura de ese riesgo. Pero quedan productos que compartir: desde ayer miércoles Meff RF ofrece en sus pantallas la negociación del euronotionnel comercializado por Matif y éste permitirá en breve la negociación del bono notional español desde Francia. Y le deberán seguir otros productos. El próximo 21 de junio en MEFF RV se negociarán los contratos de Monep sobre el índice Stocks.
- Contamos también con una gama más amplia de instrumentos negociables que han ampliado el mercado. Algunos con notables éxitos como la titulización hipotecaria y las participaciones preferentes. Otros se han autorizado y flexibilizado, como las obligaciones convertibles o la titulización de otros activos que, aunque aún no han tomado fuerza, son productos muy adecuados de financiación.

- Además la nueva Ley permite, y ya se están estudiando algunos proyectos, convertir las ampliaciones de capital en OPVs.

2.5. Dirán ustedes que en ese proceso de aproximación de los mercados europeos tenemos un asunto pendiente, que es la unificación de la regulación y supervisión de los mercados. Yo creo que es un tema zanjado. Precisamente fue el protagonista de mi intervención en las pasadas jornadas de Intermoney.

Desde Maastricht fue evidente la ausencia de voluntad política para unificar la regulación. Hemos creado un gran mercado financiero único, pero sin integración de sus supervisores. Estoy convencido de que todos los países de la Unión Europea son conscientes de la importancia creciente de una supervisión seria e independiente de los mercados financieros. Y si no se ha creado una supervisión unitaria no es por desconocimiento de su trascendencia, sino todo lo contrario: los Estados nacionales se resisten a ceder esta función tan capital a un órgano comunitario central.

De todas formas, tenemos un instrumento válido, la Directiva de Servicios de Inversión. La Directiva prevé un único mecanismo para ordenar el sistema: el principio de la colaboración y de cruce de información ilimitada entre los supervisores de los diferentes países.

En ese espíritu, los supervisores europeos ya hemos creado una institución que va a alentar el cumplimiento de ese principio de colaboración. En FESCO estamos representados todos los supervisores europeos y su función primordial es la de facilitar los flujos de información y colaboración entre todos. Su espíritu va más allá. FESCO es consciente de lo que los mercados y los intermediarios europeos esperan y necesitan: una estandarización de criterios, de normas de conducta y de pautas de actuación. Hacia eso vamos.

### 3. La renta variable, protagonista

3.1. La renta variable viene registrando una evolución muy positiva en nuestro país, al margen del aumento o disminución de la volatilidad de los mercados. El mercado de acciones se ha convertido en una copiosa fuente de financiación empresarial. La estabilidad y nivel de los tipos de interés y la demanda de mayor rentabilidad para el ahorro nacional han sido un gran estímulo para ese mercado. Aunque el protagonismo lo han copado las privatizaciones de las empresas públicas, un buen número de empresas privadas han salido a Bolsa para recaudar fondos para financiar sus proyectos de crecimiento.

Durante el pasado año y lo que va de éste, han salido a bolsa 12 nuevas empresas, que han colocado acciones por un valor efectivo de 356.000 millones de pesetas. Las privatizaciones en ese tiempo han supuesto 1,8 billones. En total, solo en OPVs, se han colocado en el mercado 2,175 billones de pesetas en 17 meses.

3.2. A pesar de este éxito de privatizaciones y salidas, todavía es muy bajo el número de empresas que salen a bolsa. Este año vamos a una por mes. Además,

se registra una concentración de la liquidez en unos pocos valores de nuestra bolsa. Los cinco *blue chips* de la bolsa española concentran como media el 65% de la negociación diaria. Esta es una asignatura pendiente del desarrollo de nuestros mercados.

La solución es, en principio, sencilla: necesitamos más sociedades en Bolsa para dar profundidad y liquidez a nuestro mercado y responder a la demanda de los inversores, cada vez más interesados por la mayor rentabilidad de la renta variable.

Una medida que podría ser adecuada para dar mayor profundidad y liquidez a un mayor número de valores es la potenciación de los índices alternativos del Ibex que ya existen y crear otros que sirvan como vara de medir de otras empresas y sectores, referencias para los gestores profesionales.

3.3. En cuanto al otro reto, ¿cómo conseguir que más sociedades entiendan el mercado como fuente de financiación?

3.4. En primer lugar, ya se han flexibilizado al máximo los requisitos de salida, de forma que cualquier empresa con un proyecto de futuro claro y explicado, incluso sin beneficios anteriores, puede acceder al mercado.

En segundo lugar, haciendo que las salidas tengan éxito y con él se animen otras. Sobre la forma de asegurar el éxito volveré más adelante.

Y en tercer lugar, insistiendo en que existen claros atractivos tanto financieros como estratégicos para salir a Bolsa.

3.5. Algunos de ustedes argumentarían en este punto que la experiencia reciente de algunas de las salidas no ha sido muy exitosa. Incluso, algunas empresas han decidido retirar momentáneamente sus proyectos a la espera de una mejor coyuntura del mercado. Es cierto que los mercados bursátiles, no solo el español, no viven sus mejores momentos. La volatilidad tiene diversos y variados fundamentos. Se trata de analizar si la experiencia reciente en OPVs se debe a algún problema estructural o es, simplemente, coyuntural.

3.5.1. La CNMV y los expertos del mercado coincidimos en que es adecuada la estructura actual de las OPVs. Y ha sido amplia la experiencia española. Es más, nuestra regulación se ha presentado como modélica en diversos foros europeos.

3.5.2. Eso no significa que no se pueda mejorar. Para asegurar el éxito de una OPV todos los participantes deben de cumplir con los principios y reglas básicas implícitas en el sistema de OPVs. En definitiva ser buenos profesionales.

3.5.2.1. El oferente debe:

- Ser transparente y transmitir adecuadamente la calidad y riesgo del proyecto empresarial

- establecer condiciones de precio que permitan posteriores revalorizaciones a medio plazo
- fijar el volumen adecuado de acciones a colocar, de forma que permita que la empresa pueda ser "opada" en el futuro, permita la continuidad de la gestión y que ambas posibilidades tengan su adecuado reflejo en el precio.
- preocuparse de que el valor tenga liquidez suficiente;
- elegir bien a quienes le acompañan en el proyecto, sus asesores financieros;
- participar en el proceso de adjudicación institucional, en la elección de quienes van a ser sus socios;

3.5.2.2. Los colocadores deben:

- Conocer a fondo el proyecto empresarial y sus riesgos; realizar un *due dilligence* y estar convencido del proyecto para saber transmitirlo adecuadamente.
- Organizar un libro de órdenes de calidad, buscando inversores estables; órdenes con precio e importe real, y excluyendo del libro a los inversores de corto plazo.
- Respetar las buenas prácticas de información, facilitando los mismos datos a todos los colocadores.
- Asumir su responsabilidad en la fijación del precio.
- Fijar un adecuado nivel de *green shoe* que permita la estabilización del valor en los días posteriores al inicio de la contratación que compense el típico efecto *flow-back*.
- Llevar a cabo la estabilización en beneficio de los inversores y responsabilizarse de ella respetando las buenas prácticas de transparencia para no interferir en la correcta formación de precios.

3.5.2.3. También les caben responsabilidades a los inversores institucionales. Deben:

- Ser serios y profesionales en sus declaraciones de intereses y dar órdenes de compra con indicación clara del precio, con el fin de no pervertir el sistema.
- Analizar en serio cada proyecto, porque tienen capacidad para hacerlo y porque así se lo exige su deber de gestión profesional.

#### 4. Conclusiones

Cada vez más, el negocio de los mercados de valores, como en el resto de los sectores, se basa y asegura en la satisfacción del cliente. El reto de nuestros mercados es el éxito de los emisores, de los colocadores, de los intermediarios y de los inversores. Todos tenemos que trabajar para tenerlos satisfechos. La

CNMV defendiendo los intereses de los inversores. Y los profesionales del sector ofreciendo los productos que el inversor espera y a los precios que incorporen una esperanza de rentabilidad a medio plazo. Si no trabajamos con ese objetivo solo tendremos pan para hoy y hambre para mañana.