

“LA BOLSA ANTE EL EMPRESARIO Y EL INVERSOR”

Conferencia pronunciada por Juan Fernández-Armesto, Presidente de la CNMV, en la VI Jornada de Estudio para Empresarios organizada por el Centro Universitario Ariany. (Palma de Mallorca 16-10-99)

1.- EL FINAL DEL MILENIO

El final del siglo, del milenio, invita a una reflexión sobre el pasado, a hacer balance y a aventurarse en la predicción y en propuestas para el futuro.

Por cierto, que hay quien sigue empeñándose en que el próximo 31 de diciembre no es el final del milenio, y asegura que lo correcto es celebrarlo el 31 de diciembre del 2000. Ciertamente no hubo año cero, con lo cual el final del milenio sería en esa fecha. Pero se trata de una convención social, que es lo que cuenta y, por tanto, yo voy a celebrar el final del milenio el 31 de diciembre de 1999.

Y vuelvo al tema. Utilizar estas conmemoraciones para reflexionar es interesante, no sólo por el carácter mágico de la fecha, sino porque los últimos cien años de nuestra historia han sido trascendentales para la humanidad, tanto en el terreno político como social, económico o tecnológico, si es que todavía alguien piensa que pueden evolucionar por separado. El mundo ha cambiado de forma vertiginosa, pero quizás lo más interesante es que amenaza con seguir haciéndolo a un ritmo creo que inimaginable.

También es verdad que cerramos un siglo que incluye los 50 años más aciagos y oscuros del milenio. Entre 1914 y 1945 las naciones europeas se esforzaron en cometer un suicidio colectivo. Pero después de la Segunda Guerra Mundial, Europa ha acertado con un modelo político que combina espíritu comercial, libertad empresarial y niveles aceptables de solidaridad y justicia.

Nadie o muy pocos defienden hoy modelos económicos autárquicos, cerrados o planificados. La supresión de la libertad de empresa, de la libertad de comercio, de los derechos económicos del individuo, ha sido un desastre histórico que ha condenado a millones, siempre a la pobreza, muchas veces a la esclavitud y en ocasiones a la muerte.

Hace un par de semanas, en una conferencia que me invitaron a dar en el Club Financiero de Barcelona, hacía una reflexión sobre los modelos económicos y los cambios que habían producido. Concluía que el mundo que nos lega el milenio ciertamente es imperfecto. La industrialización, la tecnología, el éxito económico, la explosión de riqueza, ha generado graves problemas. Pero, también nos ha demostrado que los valores de la libertad y el comercio son los que han propulsado a la humanidad.

Estamos pues en un buen momento para mirar adelante con la experiencia del pasado. Mirar adelante para predecir hacia dónde nos empujan los huracanados vientos de cambio. Voy a centrarme en lo que es mi ámbito de responsabilidad, la canalización del ahorro, la financiación empresarial y el papel que juegan los mercados de valores.

2.- CAMBIOS DEL AHORRO-INVERSIÓN

El actual nivel y estabilidad de tipos de interés, unido a la buena marcha de la economía, han modificado las conductas financieras, tanto de las empresas como de los inversores. Y con ese cambio se han desencadenado otros que dibujan un panorama muy distinto del sistema financiero y bursátil español. Un panorama apasionante de analizar. Sobre todo porque nos permite vivir una situación mucho más favorable para la creación de proyectos empresariales, por tanto de empleo y riqueza. Una situación que hay que apoyar.

Las altas rentabilidades, aún descontado el efecto inflación, a las que nos tenían acostumbrados los productos de inversión, incluso la renta fija, presionadas por las necesidades de financiación del déficit público, han dejado un ansia de alta rentabilidad en los inversores difícil de satisfacer. Al mismo tiempo, las empresas, necesitadas de fondos ajenos para financiar sus proyectos de inversión, que tradicionalmente han tenido que acudir a la banca, se benefician ahora de su posibilidad de apelar directamente al mercado, de forma más barata y a través de múltiples instrumentos.

Precisamente esa alta rentabilidad de la inversión financiera, frente a la llamada inversión productiva no sólo dio al traste con infinidad de empresas que no aguantaron los gastos financieros de su endeudamiento, sino que impidió la puesta en marcha de muchos proyectos empresariales. Si colocando el dinero, o el ahorro, en cualquier producto financiero, la ganancias eran superiores a cualquier inversión productiva, no es extraño que algunos decidieran no arriesgarse.

Como decía, este panorama ha cambiado radicalmente. Se ha ampliado la desintermediación del ahorro:

- Las empresas han podido apelar directamente al mercado en términos competitivos para financiarse y reducir su endeudamiento bancario, y
- Los inversores particulares han mejorado su conocimiento del sistema financiero y han sofisticado sus inversiones en busca de mayores rentabilidades. Han puesto sus ahorros en el mercado para financiar la actividad productiva.

Para utilizar datos globales, aunque los últimos disponibles no son recientes, diremos que hace diez años (1988) las empresas no financieras tenían créditos por valor de 26,4 billones de pesetas. Al finalizar 1997 esa cifra era algo más del doble, hasta 56,8 billones. Sin embargo, los valores de renta variable emitidos han pasado de 11,78 billones a 33,62, es decir casi se han triplicado.

Paralelamente, las familias tenían en sus carteras 8,25 billones de pesetas en valores de renta variable en 1988 y al finalizar 1997 su valor se había multiplicado por 5 hasta 39,6 billones.

Todo este proceso ha supuesto la aparición de numerosos instrumentos tanto de ahorro como de inversión. Y han convertido a los mercados en el foco de suministro de financiación empresarial.

Las inversión a través de IIC, fondos, sigue siendo la más popular. De los fondos si tenemos datos calientes.

Los fondos han cerrado el mes de septiembre con 8.373.152 partícipes (sin descontar las duplicidades) con un patrimonio de 205.302 millones de euros (unos 34 billones de pesetas). Los activos en los que invierten los fondos son, de forma creciente, canalizados hacia la renta variable –aunque ahora está estabilizada- y, sobre todo, cada vez más diversificados.

Se ha incrementado notablemente el peso de la inversión en el exterior, fundamentalmente en países de la zona del euro y, además hacia nuevos sectores, sobre todo de empresas tecnológicas y en crecimiento.

La evolución de la inversión de los fondos durante el primer semestre del año muestra lo que creemos que va a ser la evolución futura:

- La inversión de activos exteriores se ha incrementado hasta representar el 24% del patrimonio total, de forma que 8,5 billones de pesetas (51.000 millones de euros) del total de 35 billones (212.000 millones de euros) de patrimonio son ya inversiones en el exterior. Ha aumentado sobre todo la inversiones en la zona euro, que suponen cerca del 19% del patrimonio.
- Frente a estos datos, la cartera interior ha estancado su inversión en renta variable, donde las acciones representan el 9,41% del patrimonio de los FIM; la renta fija pública sigue teniendo un peso preponderante, con el 35,21% del patrimonio, frente al 6,58 de la renta fija privada.

Otro fenómeno de ahorro muy significativo ha sido el crecimiento de la inversión de patrimonios a través de SIMCAVs. Estas sociedades se han convertido en un instrumento eficaz para la inversión de patrimonios medios.

La CNMV, de acuerdo con las Sociedades Rectoras de las bolsas, agilizó, en marzo de 1997, los procedimientos de constitución y posterior admisión a negociación. Antes de marzo del 97 existían 86 SIMCAVs con un patrimonio total de 944 millones de euros. En la actualidad existen 617 con 6.530 millones de euros. Es decir, el crecimiento ha sido exponencial, gracias a una simple medida de flexibilización que, como en otros ámbitos la CNMV ha intentado, sin menoscabar la seguridad de los productos.

Estas Instituciones son otra forma de canalización del ahorro a la Bolsa, y, por tanto, cubren a una doble necesidad, la de rentabilizar los patrimonios y financiar a las empresas.

3.- CAMBIOS EN LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL

A pesar de estos cambios en la inversión del ahorro, todavía los datos muestran una fuerte dependencia empresarial del crédito bancario, aunque su peso, el del crédito, en el total de los nuevos recursos captados por las empresas se redujo del 87,2% de 1997 al 74,4% del pasado año. Las empresas no financieras captaron mediante emisión de valores 2,1 billones de pesetas durante 1998. La renta variable supuso así el 68% de la financiación recibida por las empresas.

Es cierto que en los últimos años estamos asistiendo a un aumento de las colocaciones de empresas en Bolsa, a través de OPV, fenómeno animado principalmente por la privatización

de empresas públicas. Pero también las empresas privadas han visto en el mercado de valores la posibilidad de financiar su crecimiento.

Durante el pasado año en España se realizaron en España 20 OPVs y tres OPSs, que supusieron la entrada en Bolsa de 9 nuevas empresas y la apelación al ahorro público de otras que ya cotizaban, a través de la renta variable.

En conjunto se colocaron valores por un efectivo total de 1,8 billones de pesetas (11.124 millones de euros), aunque el mayor importe correspondió a privatizaciones (1,7 billones).

En lo que va de este año, 8 empresas españolas han salido a Bolsa, con un valor efectivo de 3.497 millones de euros.

En el mismo período en el Reino Unido han salido 45 empresas, por 3.139 millones. 33 en Francia con 5.873 millones de euros y 69 en Alemania, por valor de 5.648 millones de euros.

Estamos pues, todavía alejados del aprovechamiento que las empresas de países de nuestro entorno hacen del mercado de valores para su financiación. Este es uno de los motivos que alientan mi empeño en animar a las empresas españolas a salir al mercado.

4.- EL MERCADO COMO FINANCIADOR

En este contexto, me gustaría resaltar las ventajas que aporta la Bolsa para las empresas con planes de futuro. Estoy seguro que en estas islas hay empresas con proyectos atractivos que podrían perfectamente financiarse en el mercado, saliendo a Bolsa y que, de otra forma, es posible que vieran limitada su capacidad de financiación.

Existen diversas razones para que una empresa, pequeña o mediana, acuda a la Bolsa. La más obvia, cubrir sus necesidades de financiación, incluso sin que el accionista mayoritario pierda su posición de control. Y, en segundo lugar, por razones estratégicas, que responden, generalmente, a la decisión del accionista principal de realizar plusvalías o facilitar la salida de socios minoritarios. Los antiguos accionistas obtienen así la posibilidad de destinar sus ahorros hacia otras alternativas de inversión, diversificar el riesgo de sus inversiones o facilitar la transmisión de la propiedad.

Salir a Bolsa ofrece, además, ventajas adicionales. Aumentar la publicidad, el prestigio y, por tanto, la ventas de la marca. En la medida que su gestión debe ser transparente, incorpora disciplina y profesionalidad a la gestión. Y su cotización permite a accionistas y gestores disponer de una herramienta contrastada de medición de la bondad de esa gestión.

No voy a ocultarles que la salida a Bolsa también puede suponer inconvenientes. En primer lugar la dificultad de asumir una total transparencia en la gestión. Además, la necesidad de asumir determinadas prácticas de “buen gobierno”, prácticas que comienzan a ser valoradas por analistas e inversores en nuestro país y que ya son fundamentales en otros mercados.

Y digo esto porque, en un mercado cada día más globalizado, se van a borrar las fronteras de lo nacional. Los mercados no van a tener nacionalidad y las empresas cotizadas tendrán que asumir este proceso sometándose a criterios de valoración universal.

5.- EL FUTURO DE LOS MERCADOS

¿Cómo van a ser los mercados donde coticen las empresas que ahora están en nuestra Bolsa o que salgan en el futuro?.

Van a ser plataformas electrónicas de contratación, cada vez más supranacionales y competitivas.

Veamos que supone el cambio en la bolsas. Un cambio que ha sido dramático.

Hace pocos años, la introducción del ordenador hizo innecesarios el espacio y la presencia física. Pero hoy estamos ante un nuevo hito: la revolución del internet que amenaza no sólo con dar definitivamente al traste con la estructura de los mercados, sino también con trastocar totalmente la función de los intermediarios.

En primer lugar, las bolsas, los mercados de valores, están perdiendo sus últimos vestigios históricos de institución pública, que goza de un monopolio en su territorio. La relación biunívoca bolsa-Estado nacional (cada Estado su bolsa, y una bolsa en cada Estado) está a punto de romperse. El proceso es análogo, y no muy diferente, al que está afectando a las compañías de teléfonos española, italiana, francesa o alemana. Y el símil es bueno: las bolsas son, pero serán aún más en el futuro, empresas de telecomunicaciones, de software y de tecnología.

Estamos viendo como nuevos competidores irrumpen en el ámbito tradicionalmente reservado a las bolsas. Son las redes electrónicas de comunicación y los sistemas alternativos de negociación. Son pequeñas empresas de alta tecnología, que utilizando los canales de internet, ofrecen los servicios tradicionales de las bolsas: recibir, canalizar y ejecutar órdenes de compraventa.

El éxito de estos sistemas alternativos de negociación está íntimamente ligado a la generalización de internet. Los grandes inversores, pero también, y en número creciente, los pequeños prefieren negociar valores desde su propio ordenador a través de internet. Los nuevos mercados se lo permiten directamente. El inversor teclea su orden y ésta se casa directamente en el mercado. El intermediario deviene innecesario.

Los grandes bancos comerciales, las grandes casas de banca de inversión están invirtiendo en crear portales y sistemas de internet para permitir que sus clientes inviertan en bolsa y en otros productos como fondos de inversión, desde su propio ordenador. Y dado que la mera transmisión de órdenes no genera prácticamente valor alguno, están intentando crearlo - y cobrarlo - a través de sistemas amistosos, ampliación de la paleta de productos y ofertas de información y asesoramiento *on line*.

Las bolsas no se han cruzado de brazos. Han reaccionado frente a los retos competitivos. Y lo han hecho reforzando los vínculos entre sí, y reafirmando su independencia como empresas.

Hace pocos días ocho bolsas europeas han anunciado que en noviembre del 2000 tendrán en funcionamiento una plataforma común, en la que se negociarán los grandes valores europeos. La estructura recuerda mucho al mercado continuo español - ahora extendido a nivel europeo.

La nueva plataforma europea permitirá pues a todas las casas de bolsa españolas negociar, directamente, los grandes valores europeos, a través de las mismas pantallas que las acciones españolas. Y ofrecer acciones europeas a sus clientes, con la misma facilidad y eficacia con la que ahora ofrecen valores españoles.

No es fácil ser futurólogo, y siempre hay margen para el error. Pero mucho me sorprendería si esta plataforma que las ocho bolsas desean crear, fuera la única. Varias empresas han anunciado su intención de crear sistemas rivales.

En definitiva que la negociación propiamente dicha va a ser una actividad muy competitiva y con márgenes muy estrechos.

Pero hay un objetivo en el que creo que todos estamos de acuerdo, y al que todos debemos de contribuir: vamos hacia un mundo de creciente competencia entre empresas de mercados de valores supranacionales. Los viejos moldes de correlación entre bolsa y territorio se están resquebrajando. En este nuevo contexto, España tiene la oportunidad de crear una gran empresa de mercados de valores, que aglutine el negocio, la tecnología, el fondo de comercio que las bolsas, los mercados y los servicios de compensación españoles han ido acumulando en los últimos años. Es un bagaje que aglutinado e independiente nos permitirá competir a nivel internacional.

6.- EL PAPEL DE LA CNMV

En este contexto global y competitivo, el papel que le toca asumir a la CNMV, como supervisor del mercado español, es relativamente previsible y estamos preparados para asumirlo. La función de la CNMV es proteger a los inversores, facilitar la financiación de las empresas en los mercados y defender su transparencia.

Y con estas responsabilidades muy claras, entendemos que las nuevas formas de mercado que se están planteando de cara al futuro requieren de la misma seguridad que los métodos de inversión conocidos hasta ahora.

Internet es un sistema muy eficiente para canalizar órdenes a bolsa. Para que el mercado las case al mejor precio. Lo que internet no debe hacer es restar órdenes al mercado, casarlas fuera de la bolsa. Esto sería altamente perjudicial para el mercado: le restaría transparencia y liquidez. Y sería también altamente perjudicial para los inversores: el precio al que compran y venden ya no sería de mercado, sino uno fijado arbitrariamente por el intermediario financiero.

Por el lado de los mercados y empresas de servicios de inversión, es a las propias empresas y a sus accionistas a quienes les corresponde adoptar las decisiones de futuro para asegurarse un puesto en un entorno cada vez más competitivo. Los supervisores debemos regular y controlar. No fijar las directrices de las empresas.

Y frente a las empresas, que quieren beneficiarse de los mercados de valores, ya intentamos apoyarlas, flexibilizando y simplificando al máximo los requerimientos y eliminando aquellos actos burocráticos que no añaden valor ni seguridad a los accionistas y que sin embargo suponen un coste innecesario.

Pero lo que no vamos a hacer es reducir, si no todo lo contrario, las exigencias de transparencia de las empresas cotizadas. Es un deber que nos obliga frente a los accionista, frente al mercado y frente al desarrollo económico.

Ante la creciente integración de mercados y la creación de mercados supranacionales, ya que no se vislumbra una integración de supervisores, lo que nos toca hacer es habilitar los cauces más ágiles y eficientes de coordinación con el resto de los supervisores para garantizar la integridad y seguridad de los sistemas, más allá del ámbito nacional.

En la medida que contemos con un supervisor que garantice la seguridad del sistema bursátil. En la medida que tengamos mercados eficientes y competitivos que faciliten la canalización del ahorro hacia la financiación empresarial. Y en la medida que contemos con empresas transparentes y bien gobernadas, tendremos asegurada una de las bases fundamentales de sostenimiento del desarrollo económico de nuestro país.