

**Intervención de D. Juan Fernández-Armesto,
Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores,**

**en la Conferencia organizada por el
Círculo Financiero de Barcelona sobre**

“Empresas, Inversores, Mercados”

(Barcelona, 27 de septiembre de 1999)

Quedan menos de 100 días para que finalice el milenio.

Parece un momento especialmente apropiado para hacer balance del pasado y aventurarse a la predicción del futuro.

El mundo en que vivimos es ciertamente imperfecto. Pero si nos abstraemos y contemplamos el devenir del milenio, nos invade, nos tiene que invadir un sano optimismo. Es cierto que también cerramos un siglo, que incluye los 50 años más aciagos y oscuros del milenio. Es cierto que entre 1914 y 1945, las naciones europeas se esforzaron en cometer un suicidio colectivo.

Pero es más cierto que el progreso moral, político y material del milenio es innegable. El progreso moral o político no es mensurable. Pero nunca hubo más personas con mayores niveles de libertad que en la actualidad. Ni nunca más personas gozaron de mayor protección de sus derechos humanos.

Sí es mensurable el progreso económico. El profesor Bradford De Long, de la Universidad de Berkeley, ha hecho un esfuerzo heroico por calcular el producto social bruto, en \$ de 1990 y con poder de compra constantes. Sus cifras son muy reveladoras, y llenan de optimismo: hace 1.000 años, la población mundial era de 270 M; hoy somos 6.000 M. Hace 1.000 años el producto bruto mundial era de 0,35Bn\$; hoy asciende a 410Bn\$. Y hace 1.000 años, los ingresos reales por cabeza eran de 130\$, mientras que hoy ascienden a 6.500\$.

Son cifras insospechadas. Representan una transformación tan radical, que nos resulta difícil de en asimilar. Su causa hay que buscarla en la revolución industrial. O más concretamente, en lo que Mc Neil ha llamado la "la transmutación comercial". Mc Neil defiende una tesis que sé que aquí en Barcelona, en esta ciudad profundamente comercial, cuna del Consulado del Mar, levanta sin duda grandes simpatías.

Para Mc Neil, el comercio es una de las dos formas de organización social y económica. La otra es la planificación jerárquica. El éxito del milenio radica en que, imperceptiblemente al principio y con fuerza huracanada al final, se ha impuesto la construcción mercantilista de la sociedad.

Es interesante - y permítanme este excurso – analizar cómo justifica Mc Neil que haya sido precisamente en la Europa occidental donde, en la segunda mitad del milenio, se haya fraguado el triunfo del comercio. Del comercio, y de los valores que lo acompañan: libertades políticas, libertad de expresión, libertad de investigación, y, resultado de ellas, industrialización y enriquecimiento masivo.

Si algo ha caracterizado al milenio europeo, es la inexistencia de grandes imperios. Políticamente, Europa ha estado dividida en Estados, que se han visto obligados a una continua competencia entre sí. La competencia ha favorecido el triunfo de las sociedades más proclives a la innovación, más abiertas al mercado, más opuestas a la planificación jerarquizada. Ningún ejemplo mejor que España: nos estancamos cuando nos cerramos al comercio y a las ideas del progreso, y sólo hemos recuperado el tren de la historia en el último cuarto del siglo, cuando hemos abandonado valores trasnochados (inmovilismo, intolerancia, jerarquía, orden, honra), y hemos abrazado, como nación, los valores del comercio: tolerancia, responsabilidad y esfuerzo individual, libre competencia; valores que quizá aquí en Cataluña nunca estuvieron totalmente ausentes.

El espíritu comercial ha propulsado el desarrollo de la humanidad. Ha sido el gran factor de progreso del milenio. En un aspecto, sin embargo, ha fracasado: en su expresión política, en el liberalismo decimonónico del *laisser faire*. Y ha fracasado por una falta de humanismo. Por no atender ni mínimamente las ansias del hombre de alcanzar seguridad y justicia distributiva.

El fracaso del liberalismo abocó al mundo a la catástrofe de los “ismos”. Los nacionalismos imperialistas que se desangraron en los campos de batalla de Verdún, Tannenberg y Caporetto. Y de cuyas cenizas surgió la hidra del nacionalsocialismo y del comunismo.

Solamente después de la hecatombe de la Segunda Guerra Mundial hemos acertado con un modelo político europeo, que combina espíritu comercial, libertad empresarial y niveles aceptables de solidaridad y justicia. Tiene muchos nombres. A mí me gusta denominarlo "modelo renano", en honor a sus primeros impulsores, Adenauer y Erhardt.

Está basado

- en una economía libre de mercado que percibe el mercado como instrumento eficiente de asignación de recursos, pero también como instrumento injusto de acumulación de riqueza y capital;
- en una intervención masiva del Estado, que redistribuye la mitad del producto a través del sistema fiscal: el Estado hace tributar a los beneficiados por el mercado (capital, altos sueldos) y se compensa a los perjudicados;
- en el pleno empleo y normas protectoras de los trabajadores;
- en la apertura creciente de los mercados dentro de Europa y también hacia el exterior;

Juicio histórico del modelo renano no puede ser más positivo:

- ha permitido un período de crecimiento y estabilidad como Europa nunca lo había vivido;
- ha creado un modelo de sociedad sin duda imperfecto, pero universalmente admirado y envidiado.

El modelo ha tenido una aceptación tan amplia, que se ha creído atisbar el final de la historia en el sentido hegeliano: la historia como lucha entre fuerzas antitéticas. No hay antítesis posible frente al modelo de economía social de mercado.

Propulsada por los países que han aceptado el modelo, la segunda mitad del siglo ha visto el crecimiento más dinámico de la historia. Entre 1950 y 2000, el producto mundial bruto se ha multiplicado por 10. A pesar de la explosión de población, la renta per capita se ha cuadruplicado.

Y eso que, hasta 1990, media humanidad vivió en economías comunistas con planificación jerarquizada.

Hace 50 años, muchos creyeron que las economías autárquicas, cerradas, planificadas eran el camino del progreso. Aún hoy unos pocos países defienden estos valores y condenan a sus ciudadanos a la miseria. Conviene repetirlo para que nunca lo olvidemos: el socialismo estatista ha sido un desastre histórico. 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.

El mundo que nos lega el milenio ciertamente es imperfecto. El éxito económico, la explosión de riqueza, ha generado graves problemas medioambientales. Pero sí nos ha demostrado una cosa: las utopías son, como todos sabemos, el opio de la intelectualidad. No han sido ideas utópicas, sino los valores del comercio los que han propulsado a la humanidad.

* * *

Pero basta de mirar atrás. Es el momento de mirar adelante y de centrar el tiro. Mirar adelante para predecir hacia dónde nos empujan los huracanados vientos de cambio. Centrar el tiro para referirse a lo que es mi ámbito de responsabilidad, los mercados de valores.

Durante casi 200 años, las bolsas prácticamente no cambiaron. A un corredor de bolsa de la época isabelina, catapultado a la Bolsa de Barcelona de 1988, le hubieran sorprendido los atuendos, pero no la forma de actuar: una institución de derecho público, un lugar físico de reunión, unos intermediarios que compran y venden a gritos unas acciones.

En los 15 últimos años, el cambio ha sido dramático. La creación de supervisores como la CNMV privó a las bolsas de sus funciones públicas. 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 solo con dar definitivamente al traste con la estructura de los mercados, sino también con trastocar totalmente la función de los intermediarios.

¿Qué está ocurriendo, qué va a ocurrir en las bolsas a nivel mundial?

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.

Los ECN y ATS - para usar la jerga al uso - surgieron en el paraíso de las nuevas tecnologías, en los EEUU. Allí tienen ya un 25% del mercado, y se han convertido en un serio competidor de los mercados tradicionales. En Europa están comenzando a implantarse. En los mercados de deuda pública han tenido sus primeros éxitos.

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.

El progreso tecnológico obliga a los intermediarios a modificar sus servicios para crear valor. 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 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*.

Los intermediarios financieros están reaccionando en una segunda dirección: están tomando participaciones cada vez más importantes en el capital de las pequeñas empresas de alta tecnología que desarrollan los ATS y ECN.

Si han seguido Vds. la prensa económica en los últimos meses, habrán advertido que no pasa un día sin que un banco anuncie el lanzamiento de servicios por internet, o una toma de capital en uno de los nuevos mercados.

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.

Si la primera reacción de las bolsas ha sido la concentración, la segunda es la "desmutualización". Tradicionalmente las bolsas han sido empresas mutualistas, propiedad de sus miembros, los bancos y casas de bolsa. Su objetivo final no era maximizar su propio beneficio, sino facilitar buenos servicios a buen precio a sus socios.

Pero hoy, muchos miembros son también accionistas de mercados alternativos, que compiten con las bolsas. Este conflicto de interés está en la raíz de las recientes decisiones de la Bolsa de Londres y de la Bolsa de Nueva York, las principales del mundo. Decisión de abandonar una tradición de dos siglos y pasar de una estructura mutualista, a una estructura de empresa independiente, que cotiza en bolsa.

Estamos viendo el último paso en la transformación de las bolsas: de institución pública, propiedad de sus miembros, pasando por un mercado virtual electrónico aún en manos mutualistas, hasta convertirse en lo que creo que es el futuro:

- una empresa independiente, cotizada en bolsa;
- una empresa unida por múltiples vínculos con otros mercados y con entidades de compensación y liquidación;
- una empresa básicamente de tecnología y de internet;
- una empresa que ya no dispone de monopolio, sino que compete con otras muchas, ofreciendo servicios a empresas, inversores e intermediarios;
- servicios de captación y ejecución de órdenes, de generación y canalización de información, compensación y liquidación.

* * *

Mucho de lo que les he descrito está ocurriendo hoy; otros aspectos son mis mejores predicciones del futuro.

¿Cómo debe reaccionar un supervisor de los mercados diligente y previsor ante esta situación?

Enfoquemos primero el tema de internet. Internet, en su concepción inicial, no es más que un teléfono y fax combinados y reforzados. Un medio más ágil para canalizar órdenes a los mercados e información a los inversores. Su impacto no puede ser más que beneficioso. Menos costes, mejor servicio, más órdenes, mayor profundidad.

Pero su correcto ordenamiento precisa de algunos cambios legislativos: una carta circular con recomendaciones, que la CNMV tiene prometida publicar en este trimestre, algún pequeño ajuste en las circulares sobre normas de conducta y control interno, para garantizar la seguridad, transparencia y eficacia del sistema, que realizaremos a lo largo del curso.

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. La concentración de órdenes es el gran éxito de nuestro sistema.

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.

La CNMV defenderá vigorosamente que ningún inversor resulte perjudicado. Que todas las operaciones se casen a un precio indubitado, fijado de forma objetiva en un mercado líquido, transparente y supervisado. Internet puede ser y será un sistema eficiente para canalizar órdenes con mercados supervisados. No debe convertirse, y la Comisión no lo permitirá, en un sistema para crear mercadillos opacos.

La función de la CNMV es proteger a los inversores, y defender la transparencia del mercado. Los mercados y servicios españoles son empresas, propiedad de accionistas privados. Es a las propias empresas y a sus accionistas a quienes les corresponde adoptar las decisiones. Los supervisores debemos regular y controlar. No fijar las directrices de las empresas.

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.

Con esto termino:

La velocidad del cambio es la marca de nuestro tiempo. Se pone la vida de Mc Arthur como ejemplo del cambio acaecido en una generación. En su niñez, el fuerte del Lejano Oeste en que vivía fue atacado por indios armados con flechas. De adulto dirigió una guerra en la que se lanzaron bombas atómicas. Desde que nos dejó Mc Arthur la velocidad del cambio no ha hecho más que crecer. Ahora está también afectando profundamente a la industria de los valores. Abre inmensas oportunidades. Muy especialmente a los pequeños inversores. Facilitará y abaratará el coste de financiación de las empresas. Ayudará a una economía más estable y próspera.

Pero también nos afectará a cada uno. En nuestra posición vital, en nuestras pautas de actuación, en mil detalles a los que tanto apego tenemos. El gran riesgo es que los privilegios e intereses creados de unos pocos, paralicen desarrollos que benefician a la colectividad. Diálogo y planificación, responsabilidad y generosidad son las virtudes que impulsarán el cambio benéfico.