



**Conferencia de Juan Fernández-Armesto,**

**Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores**

**sobre**

**“El inversor ante los nuevos mercados”**

*Almuerzo-coloquio dentro del Foro de la Nueva Economía*

Hotel Ritz

Madrid, 13 de junio de 2000

---

\* Estamos viviendo la revolución más significativa desde la revolución industrial.

\* No es una aseveración solo mía: lo dijo el Vicepresidente del Gobierno en esta misma tribuna.

\* Una revolución exige cambios en todos los ámbitos.

También en el del vestir.

Existe una abierta controversia entre dos grupos financieros españoles.

Uno de ellos piensa que la revolución que vivimos solo se puede comprender si se libera a los hombres de esa oprobiosa atadura que es la corbata.

El otro piensa que solo los exploradores de la nueva era se desembarazan de la corbata, pero que los triunfadores continuarán luciéndola.

El enfrentamiento pone a la CNMV en un difícil dilema: si su presidente aparece con corbata, parece preferir a un grupo, y si lo hace sin corbata al otro.

En ambos casos traicionaría su obligación básica de imparcialidad.

He tenido que buscar un compromiso. Una áurea mediocritas.

He decidido que siempre que hable de nueva economía lo haré con corbata pero sin chaqueta.

La CNMV debe ser - para usar las palabras de Pedro Luis Uriarte - al mismo tiempo explorador y colonizador de la nueva era.

\* Una revolución no solo exige cambios en el ámbito de vestir.

También plantea problemas serios en el ámbito de la Divina Protección.

Dos medios tan serios como The Economist y el propio ABC han dedicado recientemente sendos artículos a la elección de un patrono para Internet.

Y Blas Calzada, Director de Estudios de la Bolsa, ha terciado en la discusión con un sesudo artículo en el Economista y una profunda alternativa.

Tres son los candidatos que se barajan.

\* En primer lugar, se propone a Santa Tecla.

Pero se la propone desde la falsedad:

Se argumenta que es catalana, cuando todo el mundo sabe que es gallega.

Los argumentos que se manejan tampoco convencen.

Y está demostrado que su invocación en el momento en que la red se ha caído no es eficaz.

\* Otro candidato es San Pedro Regalado, sacerdote español del siglo XV, navegante que tuvo el don de la ubicuidad.

El principal argumento que invocan sus *fans* es el apellido «regalado» que evoca el *desideratum* de los internautas.

No es buena elección:

Elevar la gratuidad a principio moral de la red supondría la puntilla para el sector financiero.

\* Más méritos tiene San Isidoro de Sevilla,

Por haber compilado sus Etimologías, que puede ser considerada la primera base de datos de la historia.

Se dice: Como el internet, las etimologías acumulan mucha información altamente irrelevante.

Me parece una argumentación algo irreverente.

\* Yo tengo mi propio candidato:

San Antonio de Padua. Por dos razones:

1º por ser hoy su onomástica.

2º Porque es el único santo que tiene su propia web: la dirección [www.novenapadua.com](http://www.novenapadua.com)

\* Me parece definitivo: es el santo ideal para proteger el comercio electrónico.

\* \* \*

✱ Es cierto que estamos viviendo la revolución del conocimiento.

Pero su impacto hoy por hoy es sobre todo financiero.

✱ Es cierto que se vislumbra un futuro diferente:

Un futuro en el que la revolución tecnológica alterará profundamente la forma de actuar de empresas y consumidores.

Pero el impacto real hoy es aún escaso:

- Ni una sola empresa de la economía real ha quebrado por la competencia de una empresa de comercio electrónico.
- Los hábitos de consumo de las empresa y de los ciudadanos están cambiando, pero a un ritmo pausado.

✱ Donde está ocurriendo una gran revolución es en el mundo financiero:

- Porque los mercados financieros ya incorporan hoy en los valores que negocian y en los precios que cotizan la futura revolución social y empresarial que se prevé.
- Porque el dinero y los valores son productos virtuales, que se pueden tratar en procesos administrativos fácilmente robotizables.

\* Maelstrom de la revolución financiera ha trastocado profundamente:

- Las empresas que salen a cotizar.
- La estructura de las bolsas.
- La forma de intermediación.
- La actividad de los inversores.

\* Empresas que salen a bolsa

- Giro copernicano en el tipo y en el momento.
- Bolsa acepta financiar empresas de nueva tecnología en fase embrionaria.
- No solo las acepta, sino que las valora a unos precios desmesurados – al menos en comparación con las expectativas de beneficios.
- Grandes grupos empresariales han aprovechado la coyuntura para sacar a bolsa pequeños porcentajes de sus filiales de nueva tecnología
- Y un grupo creciente de *start ups* están utilizando la bolsa como fuente de financiación; casi como capital riesgo.
- IOSCO acaba de publicar unas recomendaciones muy interesantes para todos los inversores que quieran invertir en salidas a bolsa de nuevas empresas.

- Recuerda IOSCO que cuando se compran acciones de sociedades que no generan beneficios, se está comprando un concepto.
- Un concepto que no está reflejado en la contabilidad.
- Solo está reflejado en el folleto y en los informes de analistas.
- Inmensa importancia de estos documentos.
- Inversor debe hacerse y contestar a una serie de preguntas antes de invertir:
  - ¿A dónde fluye el dinero? ¿A los fundadores o gestores, o a la propia sociedad para financiar su expansión?
  - ¿Cuáles son las probabilidades de éxito del proyecto empresarial? ¿Y la calidad, profesionalidad, seriedad, dedicación y el compromiso de los gestores?
  - ¿Existen restricciones a la futura venta de acciones para gestores y fundadores (“lock up”), o pueden deshacerse en cualquier momento de sus participaciones?
  - Si existen “stock options”, ¿cuál es su cuantía? ¿Tienen efecto dilutorio? ¿Cuáles son los requisitos para ejercerlos? ¿Benefician a muchos o a pocos? ¿Pueden los gestores vender las acciones en el momento del ejercicio, o existen restricciones a la venta?
  - ¿Está asegurada la financiación hasta la fecha prevista de generación de cash flow positivo? o ¿se prevén nuevas apelaciones al público para captar fondos en el futuro?
  - ¿Es el porcentaje de *free float* suficiente para evitar un estrangulamiento de la oferta?

- Y finalmente el inversor debe preguntarse: ¿qué precio estoy dispuesto a pagar?

Tradicionalmente, la valoración de las empresas estaba basada en sus beneficios esperados.

- En la Nueva Economía, inversores y analistas han adoptado otros criterios de valoración (ingresos esperados, número de clientes ...).
- Transitoriamente los mercados pueden aceptar este tipo de valoraciones. En especial cuando estamos en la fase alta del ciclo, y el porcentaje de capital flotante es bajo.

Pero los mercados son y serán cíclicos, y cuando llegue el ciclo bajo, el valor de una empresa nunca será superior al valor actual de su futuro flujo de beneficios; podemos discutir cuantía del beneficio y tasa de descuento, pero no el principio.

- Dicho más drásticamente: el valor de una empresa que no tiene expectativas de generar beneficios es y será cero.

\* \* \*

- 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 al mismo tiempo la inversión en bolsa ha sido y es una actividad de riesgo, que exige:
  - Transparencia a los emisores.
  - Profesionalidad a los aseguradores.
  - Leal asesoramiento a los intermediarios.
  - Diligencia a los inversores.
- La nueva economía no ha hecho más que incrementar la importancia de estos valores tradicionales.

#### \* Estructura de la intermediación

- La estructura tradicional de las bolsas exigía tres partes:
  - un inversor
  - un intermediario
  - un mercado
- Históricamente, los tres elementos pertenecían al mismo lugar geográfico.
- En una primera fase se abrió la inversión a los inversores extranjeros.
- Después se abrió la intermediación a los intermediarios extranjeros.
- Esta es la fase en la que estamos hoy.

- Pero la revolución tecnológica permite un replanteamiento total de la actividad bursátil. Pasar de 3 partes a 2.
- Habrá intermediarios que organicen sus propios mercados – esto es lo que se conoce como ATS.
- Las bolsas reaccionarán permitiendo acceso directo a ciertos clientes.
- Para los supervisores supondrá un gran reto: supervisar estructuras descentralizadas, y garantizar que todo inversor acceda al mejor precio.
- El mercado español es ejemplar, y no debemos permitir un retroceso.

#### \* Estructura de las bolsas

- En pocos años las bolsas territoriales como hoy las conocemos habrán desaparecido.
- Serán empresas de servicio, que compiten entre sí en base a tecnología informática, y que han perdido todo enraizamiento a un determinado país.
- Como en todo sector en cambio, el futuro se diseña mediante estrategias de integración; las alianzas se tejen y destejen con ligereza.

- Es importante que bolsas y mercados españoles participen en el proceso; que se resuelva la tradicional fragmentación de los mercados españoles; se han dado pasos con
  - La unión personal de las presidencias de la Sociedad de Bolsas y del SCLV, y
  - La fusión del SCLV y del CADE del Banco de España;

Pero aún es el comienzo de un proceso que debe avanzar.

## \* Conclusión

- En muchos aspectos la euforia que rodea la Nueva Economía y la inversión en tecnología no son nada nuevo.
- En la historia, especulación e innovación tecnológica frecuentemente han ido del brazo.

Basta recordar los FFCC en el último tercio del siglo pasado.

- Pero si el pasado sirve de guía para el futuro, la mayoría de las compañías que hoy se afanan en salir a bolsa, no culminarán su proyecto empresarial.
- Sólo algunas, las mejor gestionadas, triunfarán y generarán valor para sus accionistas.
- Las empresas y sus asesores financieros tienen la obligación legal de facilitar información clara, completa y que no induzca a confusión sobre su proyecto empresarial, sobre los compromisos de sus gestoras y socios de referencia, y sobre los riesgos a los que se enfrentan.
- Los inversores diligentes minimizan su riesgo y maximizan sus expectativas analizando seriamente la información facilitada.
- Y todos deben comprender la función del supervisor: no impedir que las nuevas empresas apelen al ahorro del público, no impedir que los inversores asuman riesgos, sino garantizar que todo inversor pueda pertrecharse de la información necesaria, para asumir conscientemente la responsabilidad de su propia decisión.