

**LOS RETOS DE UNA ECONOMÍA INTEGRADA EN EL
NUEVO MILENIO**

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

Jornada de los Economistas'99

organizada por el Colegio de Economistas de Cataluña
Barcelona, 11-11-99

* **Introducción**

* La banda de los cuatro:

1. Velocidad del cambio

- de ser instituciones públicas, propiedad de sus miembros, en las que se negociaban valores a viva voz,
- pasando por mercados virtuales electrónicos aún en manos mutualistas,
- hasta convertirse hoy en empresas independientes de tecnología y de internet, que no disponen de monopolio, sino que compiten con otras muchas, ofreciendo sus servicios a las empresas.

2. Incremento de la competencia

El huracán de la competencia alcanza a todos. Incluidos los supervisores. Europa ha creado un mercado financiero único, combinado con quince sistemas de supervisión. Y los ciudadanos - los bancos, los intermediarios, los emisores - pueden arbitrar.

Pueden elegir libremente en qué país de la Unión crean su sede operativa, en qué país emiten sus valores, y en qué mercado los negocian. Un buen sistema de supervisión será un factor que atraerá negocio, y uno malo provocará su deslocalización.

En la CNMV somos muy conscientes de la situación. De nuestra obligación de ofrecer al mercado español una supervisión que le ayude a ser competitivo. Que combine sabiamente protección al inversor, con rigor y responsabilidad de los profesionales. Ni un puerto de arrebatapas financiero, ni una intervención opresiva, que, bajo el pretexto de proteger al inversor, coarte el desarrollo del mercado.

3. Revolución telecomunicaciones

En los 15 últimos años, el cambio de las bolsas ha sido dramático. 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.

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.

4. Globalización

Resultado de lo anterior.

- * El mercado de valores español en el nuevo contexto europeo.

Dos visiones:

- estructura;
- funcionamiento.

- * Estructura

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 cómo 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.

La reacción de las bolsas: “desmutualización”

Frente a estos retos competitivos, las bolsas no se han cruzado de brazos. Han reaccionado. Y lo han hecho reafirmando su independencia como empresas, reforzando los lazos y vínculos entre sí, buscando estructuras de cooperación.

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 a sus socios buenos servicios a buen precio.

Tradicionalmente, no surgían conflictos de interés entre las bolsas y sus accionistas: el miembro solo operaba a través de esa bolsa, y la bolsa no ofrecía servicios que pudieran competir con los ofrecidos por los miembros.

La irrupción de mercados alternativos y la revolución tecnológica han dado al traste con este modelo de leal cooperación.

Hoy, los conflictos de intereses presiden las relaciones entre bolsas, depositarios centrales e intermediarios financieros. Estos son propietarios de las bolsas y de sus competidores. Y las bolsas ofrecen - o son capaces de ofrecer - servicios de intermediación y depositaría en directa competencia con sus accionistas.

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 a su vez 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 compite 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.

La oportunidad de crear una gran empresa española de mercado de valores

En este nuevo contexto, España tiene la oportunidad de crear una gran empresa de mercados de valores, que aglutine el negocio, la tecnología y 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; separado y dividido en múltiples partes nos condenará, en el mejor de los casos, al provincialismo, pero quizá incluso a la desaparición.

La reacción de las bolsas: cooperación internacional

Las bolsas han reaccionado - están reaccionando - ante los retos competitivos, no solo reforzando su independencia, sino también reforzando su cooperación a nivel internacional.

El anuncio de una plataforma común europea de negociación y la creación de este mercado iberoamericano de valores, son buenos exponentes de este esfuerzo.

* Funcionamiento

Importancia de un mercado íntegro y transparente:

Integro:

- precios resultado del libre juego de oferta y demanda;
- sin manipulación;
- sin información privilegiada.

Transparente: toda la información relevante a disposición de los inversores.

* Caminos para alcanzar integridad y transparencia:

- “Top down”: sistema normativizado , impulso de la administración, desinterés de los supervisados, cuando no hostilidad. Estructura: que legislen ellos, nosotros ya intentaremos zafarnos.
- “Bottom up”: impulso surge de la sociedad civil, en forma de
 - participación;
 - autoregulación;
 - cumplimiento voluntario de recomendaciones auto impuestas.

Interés, comprensión de los supervisados, co-responsabilidad.

* Ningún camino es excluyente, y en todo las sociedades coexisten. Pero en España predomina el segundo.

* CNMV le gustaría ver reforzada la vía social; es más eficiente, más flexible, más competitivo ⇒ carga más ligera.

- Reglamento Interno de Conducta

Obligatorio para bancos + ESI + emisores.

Norma fundamental de autoregulación exigida por art. 78.

- CNMV quiere apoyar su implantación;
 - Ha preparado un modelo tipo para emisores;
 - Contenido: información privilegiada, autocartera, murallas chinas, conflictos de interés ...
 - Celebrará en febrero una reunión con todos los emisores.
- Código de buen gobierno.

Tenemos los datos del primer año.

Según los datos, en la actualidad, un total de 36 sociedades cotizadas ha publicado un Reglamento del Consejo de Administración, lo que supone un 25,17% del total de compañías que cotizan en el mercado continuo y el 31,43% de las que componen el Ibex 35. Por volumen de capitalización bursátil, las sociedades que han adoptado un Reglamento del Consejo de Administración representan el 40,07% del mercado continuo y el 45,42% del Ibex 35.

En cuanto a la información anual sobre la asunción de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno, un total de 66 sociedades - 25 del Ibex 35 - ha informado a través de sus cuentas anuales, memorias o hechos relevantes sobre la asunción del Código. Las 66 sociedades representan el 46,15% del total de sociedades que cotizan en el mercado continuo y el 71,43% de las compañías incluidas en el Ibex 35. Por capitalización, suponen el 81,13% del mercado continuo y el 87,93% del Ibex 35.

Hay que reconocer, sin embargo, que la calidad y la amplitud de la información presenta notables diferencias.

Con todo, creo que los datos son razonablemente satisfactorios. Confirman que el camino emprendido es el correcto. Confirman que los empresarios españoles son conscientes de la importancia que los

inversores atribuyen a una gestión transparente y ajustada al Código de Buen Gobierno.

No podemos dejar que se apague el fuego sagrado de una lucha por mejor gobierno de las empresas españolas.

Sería muy positivo que la Comisión Especial presidida por Olivencia, hiciera una evaluación.

Y tenemos que mejorar la calidad y homogeneidad de la información. La CNMV exigirá a todas las empresas cotizadas que informen a 31 de diciembre de este año en base a un modelo normalizado, de forma que la información sea clara, homogénea y comparable.

* La vía normativa no debe ser excluida.

Servicios técnicos de la CNMV que reciben

- modelos de información periódica;
- modelo de folleto

y que preparen sendas Circulares para reformar y ajustarlos a las necesidades del momento.

Y están pendientes las reformas que la CNMV viene solicitando:

- autocartera;
- información privilegiada;
- gobierno de las sociedades en materia de deberes fiduciarios, conflictos de interés.