

INTERVENCION DE JUAN FERNÁNDEZ-ARMESTO EN EL

VII ENCUENTRO DEL SECTOR FINANCIERO

ORGANIZADO POR CINCO DIAS Y ARTHUR ANDERSEN

Madrid, 29.6.99

"Estrategias para un mercado en cambio"

1. Los mercados en la Europa post-euro

En este "séptimo encuentro del sector financiero" organizado por Cinco Días y Arthur Andersen, no hay más que leer los títulos de las intervenciones, para reconocer que todos estamos inmersos en un proceso profundo de cambio: "alternativas para responder a los retos del sector financiero en Europa", "la dimensión como estrategia", "posición ante el nuevo entorno tecnológico empresarial"...

A lo largo de los últimos años, hemos tenido que actuar de augures sobre el impacto de la introducción de la moneda única. Presagiamos todos la aparición de dos fenómenos claros:

- Incremento de la competencia
- Tendencia hacia la unificación de mercados

Y así lo auguramos, y así ha ocurrido. No tiene mucho mérito, ni había que ser un gran augur.

2. Incremento de la competencia

La eliminación de barreras tiene efectos evidentes a todos los niveles de participantes en los mercados: emisores, intermediarios, mercados, supervisor.

Por citar solo algunos ejemplos:

- Emisores: las compañías ven cada vez más fácil ampliar su oferta fuera del país de origen.

- El Wall Street Journal ponía hace unos días un ejemplo: sin el Euro, Repsol nunca habría podido financiar su OPA sobre YPF. Sin el Euro, nunca habría podido:
 - realizar emisiones de obligaciones por importe de 6.150 millones de Euros
 - colocar una ampliación de capital por importe aproximado de 5.700 millones de Euros.

- Pero paralelamente los inversores españoles manifiestan un mayor interés por las compañías extranjeras: se multiplican los fondos españoles que ofrecen valores extranjeros y el patrimonio comercializado en España prácticamente se ha multiplicado por dos entre marzo de 1998 y marzo de 1999 (516.000 millones de pesetas a 976.000 millones).

- Hemos presenciado un esfuerzo en cada país por incrementar el tipo de productos ofrecidos: por un lado para asemejar su oferta a la de otros países europeos evitando así la deslocalización del negocio (en España se han empezado a utilizar: participaciones preferentes, acciones sin voto, obligaciones convertibles, titulización de activos, capital riesgo ...), y por otro, para ofrecer nuevos productos que les diferencien y aventajen respecto de los otros mercados vecinos.

- Intermediarios: La libre prestación de servicios, la equiparación de intermediarios extranjeros a los nacionales, es una realidad, aunque todavía se enfrentan a la dificultad que supone adaptarse a una normas de conducta distintas en cada país; pero este es otro campo que paulatinamente también se armonizará. En la CNMV recibimos regularmente comunicaciones del supervisor del país de origen de intermediarios que desean desarrollar su negocio en España, pero es poco frecuente todavía la solicitud de pasaporte europeo para empresas españolas.

- Y la concentración empresarial en el sector está en plena ebullición: en una primera fase fundamentalmente a nivel nacional, pero en una segunda fase inevitablemente a nivel europeo. Es cuestión de tiempo, de poco tiempo, para que veamos nacer no uno sino varios conglomerados financieros europeos, que abarquen seguros, valores y banca, y que tengan un enraizamiento ya no nacional, sino plurinacional. Su nacimiento planteará retos al mercado y retos a los supervisores.

- Mercados: quizás el efecto más claro de la competencia que introduce el Euro es la situación del mercado de derivados de renta fija. 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 principios de este mes Meff RF ofrece en sus pantallas la negociación del euronotionnel comercializado por Matif y éste permitirá en breve la negociación del bono nacional español desde Francia. Y le deberán seguir otros productos. También se han empezado a negociar en MEFF RV los contratos de Monep sobre el índice Stocks.

3. Unificación de mercados

En los últimos años se ha producido un giro copernicano en la estructura de los mercados de valores. Tradicionalmente, las bolsas eran lugares físicos, instituciones monopolistas que tenían encomendadas no solo la gerencia del mercado, sino también el ejercicio de funciones de supervisión. Hoy los mercados bursátiles son empresas estrictamente privadas, operan plataformas electrónicas de negociación deslocalizables, actúan en dura competencia entre sí, y en dura competencia con nuevos sistemas de negociación alternativa, a través de internet y a través de sistemas propios.

En este marco de competencia y cambio tecnológico, los grandes operadores y emisores están presionando fuertemente hacia la creación de estructuras únicas europeas de mercado, al menos para las acciones de alta liquidez. La tendencia hacia la unificación de mercados, se ha desarrollado más deprisa de lo esperado.

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 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.

Iniciativa muy interesante: los 13 principales usuarios de compensación y liquidación europea, capitaneados por Morgan Stanley y UBS, han creado espontáneamente una plataforma, para fomentar la creación de una única plataforma europea de compensación y liquidación, para renta variable, fija y deuda pública. No he visto ninguna entidad española en el grupo.

No es seguro que sean precisamente estas iniciativas - que presentan claras asincronías entre sí - las que finalmente triunfen. Pero es indudable que en los próximos años veremos cambios muy significativos en la estructura de los mercados europeos.

¿Están nuestros mercados preparados para afrontar estos retos?

En este momento de concentración y de grandes fusiones, donde el tamaño y la utilización de una misma tecnología devienen tan importantes, no puede más que llamar la atención la estructura actual de los mercados españoles: cuatro bolsas, dos mercados de derivados, otro de deuda pública, finalmente otro de renta fija y nada menos que cinco servicios de compensación y liquidación.

La estructura parece obedecer más bien al acarreo histórico que a razones organizativas sustantivas, y la diversidad de entes es especialmente sorprendente si se tiene en cuenta que las grandes entidades financieras son, en última instancia, los accionistas dominantes en todos ellos.

En el proceso de negociación europea, la fragmentación y división de los mercados españoles no puede ser una ventaja - en especial cuando en otros países se han producido procesos de fusión en una única entidad.

No abogo en estos momentos por un proceso de unificación jurídica de los diferentes entes que conforman nuestro mercado; el proceso sería demasiado costoso en tiempo y en esfuerzo. Pero sí me parece importante que los mercados españoles estrechen relaciones entre sí, aprovechen sinergias, reduzcan costes, coordinen mejor su actividad y hablen con una sola voz en la negociación europea.

Reitero 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 a nivel nacional han precedido a los europeos.

En este punto quiero manifestar el pleno apoyo de la 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 la iniciativa corresponde a los accionistas dominantes de las bolsas, los mercados y los servicios: a las empresas financieras. Ellos deben tomar la bandera de una mayor coordinación. Son ellos los principales interesados, los principales beneficiarios de que los mercados y servicios españoles mantengan su peso en las estructuras europeas que se están creando.

La pasividad y el desinterés por el futuro de nuestros mercados propiciarían, a medio plazo, perjuicios no sólo para la posición de España como plaza financiera, sino también para el negocio de las empresas financieras que tienen sus raíces en España. Quiero hacer un llamamiento a todas las instituciones españolas - muchas de ellas hoy aquí representadas - para que sigan los ejemplos europeos, y adopten iniciativas proactivas a favor del desarrollo, de la coordinación y de la unidad de acción de todos los mercados y servicios españoles.

4. Supervisión de los Mercados

En este proceso de aproximación de los mercados europeos existe un gran paradoja, y es que tenemos un gran mercado financiero, pero sin integración de supervisores.

La estructura nacional de la supervisión no es expresión de su falta de importancia. Si algo han mostrado los últimos años, es la creciente importancia de una supervisión seria e independiente de los mercados financieros. Las recientes crisis incluso han reforzado el argumento: una débil regulación a nivel nacional puede trasladar por contagio grandes costes a otros países limítrofes.

Estoy convencido que todos los países de la Unión Europea son conscientes de esta importancia. 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, al menos en el presente estado de la construcción de Europa, a ceder esta función tan capital a un órgano comunitario central.

El Tratado de la Unión Europea no aborda el tema de la supervisión de los mercados de valores; es en la Directiva de Servicios de Inversión donde se 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.

El sistema actual de supervisión nacional y cooperación europea se ha mostrado capaz de solventar con éxito las crisis que se han producido hasta ahora. Incluso si en el futuro se produjeran crisis de una entidad enraizada en un país, pero que actúa en otros varios, la cooperación bilateral tiene visos de funcionar eficazmente. El sistema de supervisión europea se enfrentará a su "prueba del 9" si se produjera - y esperamos que no ocurra nunca - una crisis que afecte a un conglomerado banca / seguros / valores nítidamente europeo y supranacional - sin un supervisor nacional que actúe de jefe de filas. Es en este momento cuando la supervisión tendrá que actuar de forma "multilateral" y las estructuras actuales deberán demostrar que son en todas las circunstancias capaces de reaccionar con la eficacia que los mercados y los ciudadanos esperan y exigen.