

THE WALL STREET JOURNAL EUROPE.
Foro de la Nueva Economía
New Economy Forum

Conferencia y Coloquios celebrados en el
Foro de la Nueva Economía,
en Madrid, el 26 de diciembre de 2003

Blas Calzada

Presidente de la CNMV



1. Un mercado bursátil castigado en los últimos años

1.1. El año 2000: un “varapalo” al sector de las nuevas tecnologías

Los últimos años se han caracterizado por un mercado cada vez más castigado, lo que ha afectado a los sistemas de funcionamiento de los mercados. Esta situación se debe a una serie de fenómenos que se han ido encadenando. En primer lugar, la mala situación en Estados Unidos, de la que la Reserva Federal se dio cuenta relativamente tarde, a finales del año 2000; fue entonces cuando hizo unos movimientos bruscos en el tipo de interés que produjeron inquietud en los inversores.

Mientras tanto, el sector que más estaba moviendo la economía, el de las telecomunicaciones y la informática, lo que se conoce como “nuevas tecnologías”, había sufrido un importante “varapalo”. Realmente se pensaba que el sector de la tecnología tenía mucha importancia en la economía –un hecho cierto- y que las empresas de este sector iban a ganar mucho dinero -lo que no está tan claro-. Es evidente, por ejemplo, que Internet va a mejorar muchísimo y que está mejorando la productividad de las empresas en los países en los que el sector de servicios tiene un peso importantísimo, es decir, en los países desarrollados, pero esto significa que las empresas que se dedican a promocionar Internet vayan a ganar mucho dinero, ni mucho menos. Esta realidad, que se hizo patente durante 2000, produjo una mala sensación en los mercados.

1.2. El año 2001: la inquietud de los inversores y la desconfianza en las auditorías

El problema de la ralentización del crecimiento económico durante todo 2001 fue algo que sorprendió a algunos, a otros quizá algo menos, pero en todo caso era un proyecto, un sistema que parecía realmente la vuelta a los ciclos tradicionales con muchísima menor repercusión a la baja, eso también es verdad, y, por tanto, en cierto modo era algo relativamente positivo.

Al final de ese año se pusieron en evidencia dificultades en la transmisión de datos entre las empresas y los inversores porque algunas empresas hicieron trampa en su contabilidad –lo que causó gran intranquilidad en todo el mundo- y porque algunos analistas actuaron en su propio interés y no hicieron un análisis correcto de la situación de las empresas.

Estas dos circunstancias provocaron una gran inquietud entre los inversores, pues la transmisión de información entre las empresas y los inversores ha cobrado más significado según se han hecho los mercados de valores más importantes. Hay miles de empresas cotizadas, con millones de inversores, que lógicamente no pueden conocerlas todas. El conocimiento viene dado, en gran parte, de los datos que han examinado los auditores y, aunque es una labor en la que se tenía confianza –y que, en general, se hacía y se sigue haciendo bien- lo cierto es que algunos analistas han tenido una actuación que ha

perjudicado no sólo a ellos mismos, sino al conjunto de una profesión que, por otra parte, es enormemente estimable e inexcusable en el futuro.

No se puede prescindir ni de los auditores ni de los analistas, pues se trata de dos profesiones utilísimas para el mercado de valores; por lo tanto, lo que hay que hacer es remediar aquellas excrescencias que no tienen por qué aparecer. Y por si fuera poco a las empresas españolas les salió el “grano” argentino, por decirlo de alguna forma. Es decir, que si hay déficit público imposible, si se tiene una desorganización del sistema financiero notable, no se puede tener un valor como el de otra moneda que realmente haga sus “deberes” mucho mejor. Por lo tanto, eso es una cosa que al final acaba dissociándose, y se puede dissociar de una manera ordenada, de una manera desordenada y “a la argentina” -no quiero exagerar pero realmente no se puede hacer peor-. Ésa al menos es mi opinión.

En todo caso, lo que sucedió en las empresas españolas fue que aquello que habían ganado invirtiendo en empresas en una sociedad en desarrollo, que naturalmente era mucho más rentable que la inversión en países desarrollados, se estropeó por una mala actuación de los poderes públicos. No obstante, es de esperar que siguiendo allí se corrija la situación para el futuro, pues la inversión en estos países es en general mejor que en países desarrollados.

1.3. El año 2002: el mejor comportamiento relativo de la Bolsa española ante la crisis mundial

En el conjunto de todas estas situaciones, el 2002 ha sido un año muy difícil, posiblemente el peor de este período, aunque nuestros mercados han ido notablemente mejor que el resto de los países desarrollados, exceptuando la Bolsa de Nueva York, que ha bajado de contratación de 11 billones a 10, por lo tanto ha bajado poco, y la Bolsa de Londres. En España se ha bajado de 450.000 a 400.000 millones de euros. El resto de las Bolsas europeas han bajado de forma muy intensa. Por ejemplo, la Bolsa de Fráncfort ha bajado más del 50% de contratación, que es una cantidad impresionante; la Bolsa portuguesa, que tenía un volumen relativamente razonable, ha bajado tanto que ha llegado a una situación inquietante; también la Bolsa de Italia ha bajado más del 40%.

Es decir, en unos años muy malos, la Bolsa española se ha mantenido en contrataciones, aunque algo inferiores, parecidas a las de las Bolsas que mejor se han comportado. Unos años atrás, la Bolsa de Madrid hacía en un año lo que la Bolsa de Nueva York en un día; en la actualidad se hace lo que la Bolsa de Nueva York en 25 días. La Bolsa española es el 4% aproximadamente de la Bolsa de Nueva York, como era también en el año 2000, que ha sido un año récord de contratación de todas las Bolsas de países desarrollados.

Esto es un indicador de que nuestro sistema de funcionamiento no es especialmente malo, lo cual no implica que tengamos que quedarnos quietos, porque no tomar medidas significa que al final te “pilla el toro”. Por lo tanto, a pesar de todo hay que hacer las modificaciones necesarias en la legislación. No hay que dormirse en los laureles porque realmente tampoco estamos en una situación boyantísima.

En definitiva, la Bolsa de Madrid ha funcionado relativamente bien en lo que se refiere a cifras de contratación, que son importantísimas. Esto no quiere decir que el sector esté bien, pues ha sufrido muy seriamente las consecuencias de un cierto distanciamiento de los inversores individuales. El sector funciona con comisiones, y las comisiones de los grandes participantes son menores que las de los pequeños participantes, como es natural, en todos los países. Por lo tanto, el movimiento que hacían los pequeños inversores, que era importantísimo en el año 2000, no lo es tanto ahora, y eso se está notando en los resultados del sector, así que, como todos los sectores de mercados de valores en el mundo, está enflaqueciendo. El hecho de que sea flexible, que enflaquezca y engorde, es relativamente satisfactorio, sobre todo en países como los europeos, en los cuales el enflaquecimiento y engorde de las empresas no es nada sencillo. Es un hecho que muchas personas han sufrido esta crisis, y esto me produce tristeza, lo que sucede es que desde el punto de vista del funcionamiento del sistema es muy positivo.

2. Modificaciones en la regulación del mercado

2.1. La necesidad de unificar los sistemas de contratación

Hace unos años, la Unión Europea consideró adecuado que unificar los sistemas de contratación en todos los mercados de capitales europeos. Para ello se elaboró el informe **Lanzaluse**, con el fin de establecer la unificación de los mercados de tal modo que se permitiera a cualquier ciudadano hacer transacciones sin mayor coste en cualquier Bolsa europea. Actualmente hay mucha contratación transfronteriza, es decir, existe mucha contratación entre Bolsas y entre países, pero la realizan las instituciones, y hasta que no lo puedan hacer los particulares no se podrá decir que el sistema está unificado.

El Informe **Lanzaluse** constató que realmente lo que importa no es tanto que unas Bolsas compren a otras, sino que se unifique el sistema, y en eso se está trabajando. En principio debería estar acabado todo el proceso que significa esta modificación en el año 2005; no creo que se llegue a ello en esta fecha, pero sí se está avanzando, hecho muy importante, pues, aunque pueda parecer que los sistemas de valores en Europa son muy similares, no es así. Por lo tanto, hay diferencias de hecho y diferencias de criterio que, pese a algunas dificultades, se están superando.

Por lo tanto, además de las modificaciones introducidas por la reciente Ley Financiera, se encuentran las que se van a producir como consecuencia de la unificación de los sistemas operativos en el conjunto de las Bolsas europeas. En 2005 las reglas contables de los países europeos serán similares entre sí y con Estados Unidos; por lo tanto, serán normas que tendrán una repercusión mundial.

Hay otra cuestión importantísima: la Directiva de los Servicios de Inversión, en la cual se va a establecer cómo son los mercados y los servidores de los mercados de una forma homogénea. Se encuentra todavía en discusión, y hay muchos aspectos que debatir, porque ahí tenemos diferencias importantes, pero una vez aprobada se habrá avanzado de una manera crucial en este campo.

Entre otras directivas que se debaten, hay una sobre las OPA, que, asombrosamente, fracasó en su momento en el Parlamento Europeo. Hoy se está trabajando para elaborar unas normas para el conjunto de Europa que establezcan un sistema de unificación sobre las OPA.

2.2. Las reglas del buen gobierno en las empresas

2.2.1. El deber de informar

Entre las modificaciones legislativas en marcha están aquellas que se refieren al buen gobierno de las empresas. El buen gobierno de las empresas consiste simplemente en llevarlas bien. Lo que sucede es que hay que explicar -y creo que eso es la base del buen gobierno- a los inversores cómo se tratan los momentos de éxito y los momentos delicados; los Comités del Consejo de Administración deben informar adecuadamente, estudiar especialmente aquellos momentos en los cuales hay que adquirir nuevas empresas y explicar sus decisiones.

2.2.2. El Comité de Auditoría

Realmente, y esto es otra misión del buen gobierno, lo que se hace en la empresa está bien valorado si hay un Comité de Auditoría, una comisión, cuya función es determinar si esto es así. Este órgano tiene gran importancia porque deben ser otros, ajenos a la empresa, quienes valoren su gestión y funcionamiento tanto; éste es un tema que está incluido en la Ley Financiera con carácter obligatorio, no es una recomendación de buen gobierno.

2.2.3. El voto de los pequeños accionistas

Hay otra circunstancia determinante en el buen gobierno, y es que los accionistas no siempre ejercen su derecho de voto. Esto se debe, por un lado, a que creen que son poco importantes en el conjunto de la empresa y por ello no se molestan, y además a veces es complicado, en ir a una junta general. Por lo tanto, es necesario facilitar a los accionistas su participación. Por otra parte, la propiedad de las empresas cada vez está más en poder de instituciones. Cada vez hay más fondos de inversión y de pensiones que tienen un porcentaje importante de las empresas que cotizan. De hecho, en la Bolsa de Madrid, el 35% está en posesión de extranjeros, que no son particulares, sino instituciones. Luego, por supuesto, hay un porcentaje importante de instituciones españolas, con lo cual al final resulta que funciona del conjunto de la sociedad el 50-60%. Ésa es una cuestión que hay que evitar. Para ello hay que transmitir a aquellos miembros de las empresas que tienen muy poco capital y que piensan que no tienen importancia que esto no es así porque juntos sí tienen fuerza. El hecho de que los pequeños accionistas puedan participar de manera directa o de manera

delegada es fundamental. Esto se ha puesto en evidencia, entre otras cosas, en las conclusiones de la Comisión Aldama, que ha venido a perfeccionar lo que era ya un código de buen gobierno que había hecho el maestro Olivencia.

COLOQUIO

- Keith Johnson (Corresponsal de *Wall Street Journal*). Una de las mayores preocupaciones sobre el mercado es la nueva Ley de OPA, Íñigo de Barrón (periodista de *El País*), Raúl del Pozo, de *El mundo*, y Juan Navarro, de Reuters, preguntan respectivamente: ¿qué es lo que menos le gusta de la ley de OPA?, ¿qué opinión le merece el hecho de que la nueva Ley de OPA permita a Repsol controlar más del 25% de Gas Natural sin lanzar una OPA? y ¿cree usted justificada la excepción prevista en la futura Ley de OPA de lanzar una OPA parcial cuando en un momento anterior se tuvo más de un 25% del capita?

- Blas Calzada. A mí ni las excepciones ni la excesiva discrecionalidad me gustan, eso es evidente. Lo que dicen de Repsol no me consta. Se trata de un tema muy complicado y delicado. Los lanzamientos de OPA sobre otras empresas tienen consecuencias importantísimas para la otra empresa y para la que la absorbe también, por lo tanto, tener demasiado poder discrecional no me gusta, el que haya excepciones tampoco. Y eso es lo que no me gusta de la Ley de OPA.

La parte positiva de esta cuestión es que el Gobierno ha tenido en cuenta un cierto clamor de la calle en cuanto a una cierta resolución de problemas que no sé si estoy de acuerdo en que son tales. Lo que sí que debo decir es que se ha ampliado el sistema de OPA para algunas situaciones especiales cuando pasan del 50%, esto me parece positivo, y tengo que decir que también me parece bien que se dé posibilidades a todos los concurrentes en una OPA a llegar hasta el final en su demanda, que eso favorece a los inversores. Eso es evidente. Es decir, por decirlo de una forma más clara, porque lo he dicho de una forma muy confusa. El hecho de que se permita a todos acudir a una subasta final o a un sistema en el cual se puedan concurrir varias OPA al mismo tiempo me parece..., hombre, es un poco menos claro, nos dará más trabajo para esclarecer las situaciones de todos los participantes, pero en todo caso siempre es mejor tener mucha elección que poca elección, por lo tanto, eso sí me gusta.

- K. J. Usted ha hecho referencia a la Comisión Aldama, ¿existe?, y, en caso afirmativo, ¿en qué consiste un plan de seguimiento de la Comisión Aldama sobre transferencia, o es que corre peligro de quedar en papel mojado como el Código de Olivencia? Hay un banco, concretamente el BBVA, que acaba de aprobar un nuevo código, pero algunos analistas ya consideran que es muy estricto y muy duro, ¿considera usted que otros bancos, en particular el Santander Central Hispano o el Banco Popular harán algo parecido?

- B. C. La cuestión del seguimiento de los códigos de gobierno, de los sistemas o estatutos que establezca cada empresa para su buen gobierno, el tema es relativamente fácil de resolver, excepto aquello que preconiza la Ley de Reforma del Sistema Financiero, que es sobre todo la Comisión de Auditorías, la cual, evidentemente, es obligatoria; lo demás no tiene este carácter, pero una vez establecido hay que cumplirlo. Yo creo que ése es el contenido fundamental de la Comisión Aldama.

Es decir, hay libertad para decidir sobre los estatutos de buen gobierno, lo que le parezca, pero, una vez fijados, se van a publicar y en los momentos en los que haga falta se preguntará si se han cumplido. Naturalmente, esto no se puede hacer de continuo, pero en el momento en que parezca que alguna de las normas no se ha cumplido, pediremos explicaciones.

- K. J. ¿Qué conllevan para la gran banca los códigos, que los analistas dicen que son más bien restrictivos?

- B. C. No sé si son restrictivos. Desde el punto de vista analista, no sé si estoy muy cualificado para decir qué es ser restrictivo. ¿Qué quieren decir, que se ponen muchos deberes a sí mismos? Pues si se los ponen será que piensan cumplirlos. En todo caso, que se haga muy restrictivo no lo entiendo. Cada uno se da las reglas de buen gobierno que va a cumplir, por supuesto, y que le parecen adecuadas para su empresa. Si a algún banco le parece adecuado un sistema de un gobierno, el que sea, aunque alguien lo califique de restrictivo, es su problema. En todo caso puede decir que se ha “pasado”, pero no creo que sea así, no creo que se “pase”. Ha dicho que eso es adecuado y no veo por qué puede ser restrictivo.

- K. J. Ha hecho referencia al varapalo que han supuesto para la confianza de los inversores los crecientes escándalos financieros y contables, etc., ¿por qué parece que los escándalos van a más?, ¿está usted tranquilo con nivel de independencia de los auditores en España?

- B. C. En cuanto a la última pregunta, yo no creo que los auditores sean especialmente independientes en España. Están vigilados por el ICAC y, por lo tanto, no son especialmente independientes, tienen una cierta regulación, que se está ejerciendo con todo su rigor por el ICAC, por lo que no creo que tengan que tener ningún miedo por los auditores en España. Además, éstos han escarmentado en cabeza propia, y esto suele tener efectos muy regeneradores. Realmente, en estos momentos, es casi seguro que los auditores, como lo han pasado tan mal, lo harán muy bien.

En cuanto a si parece que los escándalos financieros van a más, pues realmente no. He decir algo sobre ellos: aparecieron en Estados Unidos en empresas que habían confiado demasiado en la Bolsa, por lo que una mala situación en la Bolsa significaba la quiebra de la empresa. Recuerden ustedes los casos y verán que es así, y además casi todos, por no decir todos, eran del sector de telecomunicaciones, que estaba en mala situación. Eso delimita los escándalos muchísimo. Se han hecho algunas recomendaciones a los analistas sobre otros sectores que no son exactamente de telecomunicación, pero también fundamentalmente sobre los temas de telecomunicación.

Por lo demás, aquí en España tenemos lo que tenemos, es decir, que está todo claro para todo el mundo; la contabilidad fundamentalmente es buena, está bien hecha. Algunos se han precipitado y han hecho muy bien en decir que algunos de sus activos no valen para hacer provisiones y, por lo tanto, nos han

quitado muchos quebraderos de cabeza; lo han dicho enseguida ellos y por su cuenta. Realmente yo no veo que aquí haya ningún problema de contabilización, lo que pasa es que es mejor prevenir que aparezca después. Ya llevamos un año y unos cuantos meses desde que aparecieron los primeros escándalos. Hacer actuaciones en caliente tiene sus problemas, yo creo que ahora mismo ya no son en caliente, ya son en frío; por tanto, haremos lo que nos conviene y velaremos por que en este país la contabilidad sea lo mejor posible. Pero ni tengo miedo a los auditores, no faltaría más, y creo que van a hacer su labor mejor que nunca, ni tengo miedo de que no se respete el buen gobierno, porque realmente las empresas están muy concienciadas con este tema, en la situación actual sería un inconsciente quien hiciera algo fuera de la norma. Estamos en buen momento para hacer las cosas bien y eso es lo que intentamos hacer.

- K. J. En cuanto a las Cajas de Ahorro en España, ¿es usted partidario de que las cuotas participativas coticen en Bolsa?, ¿por qué?

- B. C. Por supuesto, soy partidario, totalmente. Las Cajas de Ahorro son una parte importantísima del sector financiero. Las cuotas participativas van a permitir disfrutar del funcionamiento de las Cajas a muchos inversores, y realmente la Bolsa es el mejor sitio para dar precio a temas relativamente complicados, en el cual el conjunto de analistas por una parte y el conjunto de órdenes que aparecen, que son miles de órdenes, permiten que la valoración sea la mejor posible; cualquier otro tipo de valoración será peor. Además, espero que haya muchísimos partícipes de las Cajas de Ahorro porque es un sector que vale la pena, que lo está haciendo muy bien, como todo el mundo sabe, y quiero que los inversores participen de esa buena situación de las Cajas de Ahorro.

- K. J. ¿Qué opina usted de la posible autorización por parte de la CNMV para comercializar Hertz Bank en España?

- B. C. Los Herzt Banks, como todo el mundo sabe, son algo que da mucho miedo a todo el mundo. Yo creo que cualquier cosa que aporte información suficiente y adecuada para el inversor que lo toma es adecuada. En estos momentos la situación de los Herzt Banks es relativamente delicada en todo el mundo, y por ello quizás es prematuro permitirlo con todas las de la ley, pero mi opinión particular es que lo único que hay que hacer es informar adecuadamente al inversor de dónde está y dónde se mete, y que tiene riesgo en el sentido financiero, es decir, que puede ganar mucho y perder mucho, las dos cosas, no hay que olvidarlo. Pero que sepan a lo que se arriesgan y que dediquen a esas inversiones la cantidad de ahorros razonable para que el conjunto de sus ahorros no se vea demasiado perjudicado. No creo que ahora mismo estemos en posición de permitirlos sin más, pero no veo por qué no podremos hacerlo en un plazo relativamente breve.

- K. J. Se tiene la impresión de que, a pesar de las medidas tomadas al respecto, siguen produciéndose casos de información privilegiada en los mercados

españoles, como en los casos recientes de Vallehermoso y Sacir, ¿qué está haciendo al respecto la CNMV?

- B. C. Se está trabajando muchísimo. Nosotros investigamos cualquier hecho relevante y, por supuesto, cualquier previsión de OPA. Cuando se produce, iniciamos un expediente y procuramos, en las condiciones que podemos, sancionarle o mandarle al fiscal cuando es por encima de una cierta cantidad. La dificultad para demostrarlo es bastante grande, excepto para aquellos que sabemos que tienen que ver con el negocio, es decir, quienes han estudiado la OPA, quienes han conocido el hecho relevante antes.

Aquellas personas que conocen específicamente lo que va a suceder no están actuando, y desde luego no lo hemos detectado, porque en ese caso hubiésemos ido a por ellos. Hay expedientes “en la cartuchera” sobre personas a las cuales les ha llegado la información de una manera indirecta, pero es tan difícil de demostrarlo que no sé si llegaremos alguna vez a algo preciso, aunque en ocasiones sí hemos llegado. Pero eso no es lo más importante. Yo creo que lo más importante es que aquellas personas que han tenido participación en la producción de hechos relevantes que se mueven en el mercado deben saber que están controladas.