

ECONOMISTAS

COLEGIO DE

MADRID

Nuevas finanzas

Francisco Bachiller
Ángel Berges
Francisco Blanco
Ignacio Faus
David Jiménez-Blanco
Daniel Lacalle
Manuel Lorente
Carlos Mallo
Ignacio Muñoz-Alonso
Emilio Ontiveros
María Rotondo
Amando Sánchez Falcón
Francisco J. Valero
Adrián Zunzunegui

115

2008
Año XXVI



ECONOMISTAS

COLEGIO DE MADRID

Enero 2008 - Número 115

Consejo de Redacción

Emilio Ontiveros (*Director*)
 M.ª Eugenia Callejón (*Coordinadora*)
 Carmen Alcaide
 José Antonio Alonso
 Alvaro Cuervo
 Joaquín Estefanía
 José Luis García Delgado
 Juan Emilio Iranzo
 Manuel Lagares
 José Antonio Martínez Soler
 Javier Monzón
 Rafael Myro
 Ignacio Santillana
 Victorio Valle

Redacción y Administración

José M.ª Pérez Montero (*Secretario Técnico. Colegio de Economistas de Madrid*)

Ilustración y Diseño de Portada

Manuel Estrada

Fotografía de Interior

Producciones Jejo

Edita

Colegio de Economistas de Madrid
 Flora, 1 - 28013 Madrid
 Teléfono: 91 559 46 02
 revista.economistas@cemad.es
 www.economistasmadrid.com

Produce e Imprime

Raíz Técnicas Gráficas

Depósito Legal

M-13.155-1983
 ISSN 0212-4386



El Colegio de Economistas de Madrid no comparte necesariamente las opiniones expresadas en los artículos publicados en ECONOMISTAS. Los únicos responsables son sus propios autores.

5 Editorial**6 En Portada**

Coordinadores: Emilio Ontiveros, *Analistas Financieros Internacionales y Universidad Autónoma de Madrid*, e Ignacio Santillana, *Director General de Operaciones del Grupo Prisa*

6	<i>Emilio Ontiveros</i>	Sofisticación financiera e inestabilidad. Rasgos nuevos en la crisis de las <i>subprime</i>
10	<i>Ignacio Muñoz-Alonso</i>	Innovación financiera y liquidez global: horizonte de re-evolución
19	<i>Francisco Bachiller</i>	El activismo de los accionistas y el papel del CEO
24	<i>Amando Sánchez Falcón</i>	La nueva función financiera
31	<i>Ángel Berges y Francisco J. Valero</i>	Hacia un mercado único de acciones
41	<i>David Jiménez-Blanco</i>	Reflexiones sobre la banca de inversión y sus nuevos clientes: <i>private equity</i> y <i>hedge funds</i>
48	<i>Francisco Blanco</i>	Los <i>hedge funds</i> y el activismo accionarial
56	<i>Daniel Lacalle</i>	Nuevos actores: <i>hedge funds</i>
66	<i>Carlos Mallo e Ignacio Faus</i>	Nuevos actores: <i>private equity</i>
72	<i>Manuel Lorente</i>	El nuevo analista y reflexiones sobre la teoría del equilibrista
82	<i>Adrián Zunzunegui</i>	La globalización de la información y el análisis financiero
88	<i>María Rotondo</i>	¿Qué es un analista: ciencia o arte?
94 Tribuna		
94	<i>José Manuel Adán Carmona</i>	El encaje actual del control interno en el sector público estatal
104	<i>Olga González Morales</i>	Empleo autónomo, creación de empresas y empleo por cuenta ajena. Un análisis regional
113 In Memoriam		
113	<i>Juan Velarde Fuentes</i>	Julián Alienes Urosa: un buen economista hispanocubano
116 Libros		





Nuevas finanzas

Cuando el Consejo de Redacción de *Economistas* aprobó la propuesta de edición de un número monográfico dedicado a las transformaciones en el mundo de las finanzas no era fácil anticipar las convulsiones que tendrían lugar meses después, como consecuencia de la crisis originada por las hipotecas de alto riesgo en el sistema financiero de EE.UU. Casi coincidiendo con los plazos de entrega de los artículos conocíamos las crecientes dificultades en el sistema bancario estadounidense y su principal manifestación en el conjunto del sistema financiero global: las disfunciones en los mercados mayoristas, esenciales para que el crédito desempeñe aquella función central que J. Schumpeter le atribuía en el funcionamiento de las modernas economías de mercado.

La pieza central, la confianza en el seno de la comunidad bancaria, se había quebrado, y con ella el funcionamiento de algunos segmentos de los mercados mayoristas de crédito. Desde luego los de emisiones, pero también los mercados interbancarios de las principales economías del mundo. Es razonable asumir que la demora excesiva en la normalización de esa función de asignación intertemporal de recursos financieros puede limitar seriamente las posibilidades de crecimiento económico en todo el mundo. Es quizás la principal ilustración de la relevancia que hoy tiene esa función que desempeñan las finanzas, de la nueva configuración que ha cobrado como consecuencia de los intensos cambios operados en los últimos años. La gestión de riesgos ha ido pareja a la sofisticación de las modalidades operativas de financiación e inversión, pero la vulnerabilidad a episodios de inestabilidad no ha desaparecido.

Conocer esa dinámica de cambio, de la mano de los profesionales que la protagonizan diariamente, es la pretensión de este número de *Economistas*. Efectivamente, el denominador común más destacado de este volumen es la extracción de los autores: profesionales con una amplia y relevante experiencia en los ámbitos de las finanzas que en mayor medida han sido objeto de transformaciones en los últimos años. Destacados profesionales, algunos de ellos con responsabilidades internacionales, de la banca comercial y de inversión, analistas, responsables de la gestión financiera de las empresas más importantes, han contribuido a la elaboración de este volumen. De sus trabajos cabe deducir una visión suficientemente amplia y diversa de las manifestaciones que esa rama del conocimiento económico ofrece en nuestros días. También de los fundamentos en que se ha basado su creciente sofisticación: el nacimiento de nuevos instrumentos y operadores financieros, de técnicas de gestión de riesgos, así como una no menos importante proyección internacional, fortaleciendo esa tendencia largamente observada hacia la integración financiera global.

Confiamos en que los lectores de *Economistas* encuentren en las páginas que siguen un estímulo para profundizar en el conocimiento de una realidad financiera tan compleja como relevante en el comportamiento de las empresas y economías. A los autores que lo han hecho posible hay que reconocerles el buen resultado de ese esfuerzo para hacer un hueco en unas ocupaciones muy distantes de la que esta publicación les solicitó.

Sofisticación financiera e inestabilidad. Rasgos nuevos en la crisis de las *subprime*

Desde hace más de tres décadas (la ruptura de Bretton Woods marca el inicio de esa nueva época), la escena financiera, a medida que intensificaba su grado de integración internacional también lo hacía con la emergencia de riesgos, de precio, pero también de crédito, generadores de episodios de inestabilidad con una frecuencia y alcance sin precedentes. En paralelo, la creciente liberalización y desregulación de la actividad financiera, la extensión de la movilidad internacional de los capitales, así como la creciente apertura de los sistemas financieros domésticos han determinado un crecimiento continuo de la profundidad financiera de la economía sobre una base cada día más amplia. La relación entre activos y pasivos financieros sobre el PIB global no deja de crecer a tasas muy superiores a otras variables relevantes; activos y pasivos de naturaleza exterior, expresivos de esa creciente globalización financiera, lo hacen de forma igualmente destacada. La configuración resultante, además de conceder una importancia diferencial a las políticas financieras dentro de la conducción económica de las economías, ha alimentado una dinámica de enriquecimiento científico y profesional en el ámbito de la economía financiera.

Las finanzas, tanto en su dimensión estrictamente académica como en su proyección profesional, han experimentado una transformación sin precedentes. La innovación, la sofisticación analítica, ha sido ciertamente intensa. La generación de nuevos productos, servicios y técnicas de financiación, de inversión o de gestión de riesgos, su extensión a un número creciente de agentes económicos y de mercados, así como la incorporación de herramientas analíticas cada vez más sofisticadas, seguirá siendo un rasgo característico en la evolución de esa área. Particularmente destacado en este punto es el maridaje entre las finanzas y las tecnologías de la información y de la comunicación (TIC), esencial no sólo en la investigación que ha amparado esa dinámica de innovación, sino en su difusión y utilización por un número creciente de operadores financieros, a través de una mayor facilidad para el almacenamiento de datos, para su modelización y análisis. La creciente capacidad de computación y su no menos explícito coste declinante ha sido un aliado cuya complicidad en el desarrollo de la innovación financiera es difícil de exagerar.

La proximidad entre el mundo académico y el profesional es particularmente estrecha en las finanzas. A diferencia de otros ámbitos de estudio, en las finanzas seguirá siendo el mundo profesional no sólo un factor determinante del enriquecimiento científico del área, sino un artífice directo del

Emilio Ontiveros
*Analistas Financieros Internacionales
y Universidad Autónoma de Madrid*

mismo. Las fronteras entre el mundo académico y el profesional, tan marcadas en otros campos del conocimiento económico son cada día más tenues en el de la gestión financiera. Y de ello, académicos y profesionales obtienen beneficios mutuos.

Ha sido en la gestión de riesgos, en su movilización y dispersión, donde en los últimos años esa dinámica innovadora ha resultado más pródiga. Fue William Sharpe (uno de los numerosos profesores de finanzas laureados con el premio Nobel de economía) quien propuso la denominación de *economía financiera nuclear*, asimilando la inquietud que tiene la correspondiente física de las pequeñas partículas de la materia a la descomposición de los instrumentos financieros en sus componentes más diminutos, con el fin de llevar a cabo valoraciones y asignaciones de riesgo cada día más complejas. Las *finanzas de partículas* no han dejado de impulsar los avances de los últimos años, esa ingeniería financiera de la que el propio Sharpe fue el principal promotor. Los ya referidos avances en las tecnologías de la información para modelizar y gestionar cualquier riesgo concebible han sido determinantes de ese ascenso, así como de la correspondiente proyección de los profesionales de la gestión de riesgos. El rápido crecimiento de los mercados de instrumentos derivados, los más recientes derivados de crédito de forma muy destacada, dan cuenta de esa extensión, como en su momento lo hicieran los *swaps* de tipos de interés. Más recientemente los productos estructurados han sido las estrellas de esa dinámica de innovación.

1. Inestabilidad de nuevo cuño

Pero esos avances en la gestión de riesgos no han permitido la completa inmunización. Al contrario: en paralelo a las manifestaciones de esa dinámica de sofisticación financiera creciente, la inestabilidad de la misma naturaleza ha estado presente en los sistemas financieros domésticos y, dado el elevado grado de integración financiera internacional, también en la escena internacional. En realidad, la cada día más explícita estabilidad macroeconómica, incluida la de las economías emergentes, contrasta notablemente con la de la naturaleza financiera. De hecho, cada día en menor medida, las condiciones macroeconómicas se presentan como responsables de la inestabilidad financiera. Y, sin embargo, la sensación de vulnerabilidad ante convulsiones de naturaleza estrictamente financiera es hoy intensa.

El último episodio, la crisis de las hipotecas *subprime* en EE.UU., es relevante a este respecto. Si controlar el riesgo significa, efectivamente, antes que nada, comprenderlo, la crisis actual pone en evidencia algunas serias limitaciones, ya sea en la naturaleza de los instrumentos que la han desencadenado o en las actuaciones de los operadores que los han manejado. Vuelve a cuestionarse, en definitiva, el alcance de esa dinámica de innovación financiera y la suficiencia de los mecanismos de supervisión global. En mayor medida cuando se toman en consideración algunas de las características diferenciales de esta crisis, ya merecedora, si atendemos a la calificación del presidente del Deutsche Bank, J. Ackermann, como *la mayor crisis de la banca en treinta años*.

El lugar de emergencia de la misma, el sistema financiero más sofisticado, es la más destacada. A diferencia de la mayoría de las crisis financieras del siglo xx, ésta se añade a una serie de episodios que tienen como epicentro la principal economía del mundo. La asociada a la explosión de la burbuja valorativa en las empresas tecnológicas fue la primera convulsión genuinamente americana, pero con anterioridad, en el otoño de 1998, el colapso del *hedge fund* Long Term Capital Management ya estuvo a punto de contaminar al resto del mundo. Las quiebras de Enron, Walmart o la crisis en Arthur Andersen también emergieron en la economía donde se produce el mayor *stock* de conocimiento y desde donde se difunde la cultura económica y financiera al resto del mundo. Las economías emergentes han dejado en lo que va de siglo de generar las tensiones a que nos tenían acostumbrados desde que en 1982 estallara la crisis de la deuda externa en América Latina. El último episodio destacado de carácter verdaderamente global lo constituyó la crisis del sureste asiático, en 1997; la de Argentina, en 2000, no revistió un alcance suficiente para ser caracterizada de global.

Sin que se pueda acotar el alcance de esta crisis de origen hipotecario, los datos ya conocidos no invitan a minimizar su alcance. Las estimaciones del presidente de la Reserva Federal sitúan en no menos de 150.000 millones de dólares las pérdidas derivadas de las hipotecas *subprime*, aunque posteriormente, el economista jefe de Goldman Sachs, Jan Hatzius, las ha estimado en más de 400.000 millones de dólares. Aparte quedan otras menos fáciles de cuantificar asociadas a las dificultades en los procesos de intermediación y funcionamiento de los mercados mayoristas, dentro y fuera de EE.UU. La eventual contaminación a otros mercados de deuda titulizada (en EE.UU.

la deuda titulizada puede exceder de 900.000 millones de dólares) hace que no sea fácil la evaluación concreta de los daños en los momentos actuales. Recordemos, en todo caso, que los ya conocidos son los peores resultados bancarios trimestrales en EE.UU. desde 2001. El repertorio de características nuevas de la crisis también incorpora el de las entidades bancarias más importantes y operativamente más sofisticadas de EE.UU. como principales, aunque en modo alguno las únicas, damnificadas.

La naturaleza de los productos y de las prácticas de los agentes que la han desencadenado es otro de los rasgos diferenciadores de esta crisis. En el origen se encuentra una de las formas más simples y populares de financiación, los préstamos hipotecarios. También, por su propia naturaleza, de menos complicada evaluación y control de riesgo. Pero es cierto que, sobre la base de esas formas simples de financiación, en los últimos años se han articulado estructuras bien distintas, mucho más complejas, fragmentadoras y distribuidoras del riesgo asociado a las mismas, distante del originador, a través de vehículos específicos, normalmente los SIV (Structured Investment Vehicles). Otra paradoja: esa amplia parcelación y dispersión del riesgo ha estado en la base de las dificultades para su control.

En tercer lugar, la emergencia de la crisis en las condiciones de estabilidad macroeconómica antes referida, llama igualmente la atención. Reducida volatilidad del PIB, tasa de inflación relativamente baja, progresos en el saneamiento de las finanzas públicas, son rasgos comunes a la práctica totalidad de las economías con proyección global, las emergentes de forma no menos destacada. Como consecuencia de ello, el nivel de los tipos de interés se ha mantenido en niveles relativamente bajos. Quizás por esa estabilidad, la percepción del riesgo de crédito había alcanzado niveles igualmente reducidos. La aversión en mínimos, la confianza en máximos, se manifestaba en un estrechamiento de los diferenciales entre activos distintos que han incentivado excesivamente el crecimiento de la demanda de crédito, la asunción de riesgo sin apenas discriminación, el apalancamiento excesivo, sin apenas sensibilidad al riesgo de insolvencias, y una cierta relajación en los mecanismos disponibles para su control, para la reconstrucción de la historia crediticia de esos instrumentos. La sofisticación en la generación de nuevos instrumentos y técnicas dispersadoras del riesgo, así como la aplicada a las técnicas para su gestión, ha dejado importantes lagunas.

En este último aspecto se puede localizar otro rasgo destacable de esta crisis; quizás no tan específico de la misma, pero fundamental desde el punto de vista de su trascendencia global. El papel desempeñado por las agencias de *rating* en la anticipación del deterioro de la calidad de los activos previamente evaluados. Si es cierto que en anteriores crisis, la asiática de forma destacada, ya se pusieron de manifiesto algunas limitaciones e inconsistencias de esas agencias, en este caso la naturaleza específica de los productos determinantes de la inestabilidad es más relevante. En efecto, las calificaciones crediticias que esas compañías difunden son particularmente importantes en los productos estructurados. La diferenciación entre su origen y su distribución, su difusión entre una amplia base de inversores potenciales de diferentes apetitos por el riesgo, convierte a los *rating* en piezas básicas para la articulación y confianza en ese mercado. Y los hechos señalan que las reacciones de esas agencias no han sido, cuando menos, lo suficientemente ágiles y diligentes que la importancia del mercado aconseja. Los bandazos en las calificaciones o la precipitada difusión de sus cambios valorativos contrastan con las dificultades para anticipar la crisis.

2. Implicaciones de la crisis

La otra paradoja que depara esta crisis tiene que ver con la supervisión. El análisis de la estabilidad financiera se ha convertido desde la crisis asiática en una prioridad para los bancos centrales y las instituciones financieras internacionales. Más de treinta de los primeros han creado departamentos específicos y producen informes periódicos al respecto. Se trata de una prioridad razonable, en la medida en que la evidencia deja lugar a pocas dudas acerca del impacto adverso de la inestabilidad financiera sobre la estabilidad macroeconómica y, en definitiva, sobre la prosperidad de las naciones. Pero la eficacia anticipadora de las tensiones apenas se corresponde con ese escrutinio. Quizás porque los medios de que disponen los supervisores no son suficientes o los adecuados; quizás porque la naturaleza de esa supervisión ha de ser tan global como el comportamiento de los supervisados.

En contraste con anteriores episodios de inestabilidad, las reacciones de las autoridades a esta crisis han tratado de ser ágiles y eficaces. Las inyecciones de liquidez inauguradas por el Banco Central Europeo (BCE) han sido frecuentes, aun cuan-

do no hayan conseguido hasta el momento normalizar el funcionamiento de los mercados mayoristas. También es de valorar iniciativas como la del Tesoro estadounidense, de creación de un *superfondo* destinado a contribuir a la estabilización del mercado de activos *colateralizados*, hoy bajo la amenaza de ventas precipitadas por esos vehículos antes referidos, los SIV.

Ambas iniciativas, inyecciones de liquidez y creación del *superfondo*, han dado lugar a críticas de algunos analistas y académicos que han visto un deslizamiento hacia situaciones generadoras de *moral hazard* por ese empeño de las autoridades financieras en evitar males peores. ¿Por qué hemos de proteger a los bancos de sus errores? Esta sería la síntesis de los interrogantes suscitados por los intentos de neutralizar la extensión de esta crisis. Algunos otros se han extendido a los objetivos y funciones que debe tener la política monetaria en un contexto como el que propicia una crisis como la actual. Un cuestionamiento que, más allá de la información que en su día aporten las autoridades sobre el alcance y

beneficiarios de sus actuaciones en la solución de la crisis, no debería entorpecer las pretensiones de aquéllas por neutralizar la metástasis de la crisis. No es, en efecto, el momento para la exhibición de dogmatismos, aunque bueno sería que esa misma actitud, diligente y distante de la ortodoxia, presidiera la deducción de lecciones de este nuevo episodio de inestabilidad. □

RESUMEN

El análisis de la crisis crediticia reciente, originada en el mercado hipotecario estadounidense, pone de manifiesto algunas asimetrías entre el creciente desarrollo de las finanzas, de la innovación financiera y la dificultad para neutralizar los frecuentes focos de inestabilidad de esa misma naturaleza. A diferencia de las crisis del siglo pasado, ésta se incorpora a una serie cuyo origen se localiza en la economía más avanzada del mundo, con el sistema financiero más sofisticado.

Palabras clave: *Innovación financiera, Crisis financieras, Hipotecas subprime, Titulización, SIV, Supervisión financiera.*

Innovación financiera y liquidez global: horizonte de re-evolución

La exotividad y el elevado grado de estructuración de los instrumentos en el centro de la actual tormenta de los mercados de crédito pueden explicar por qué este es un episodio que, a pesar de su dimensión, parece quedarse en las páginas de los periódicos especializados y en los cenáculos de los iniciados. Porque es bien cierto que incluso para observadores avezados y especialistas en otras áreas financieras puede resultar difícil entender el alcance de la actual crisis, denominada como *subprime*. Por el contrario, pareció que el pinchazo de la burbuja de Internet hace siete años se entendió bastante bien desde el principio, quizá por tratarse del retorno coherente a la normalidad de las valoraciones disparadas de empresas que en muchos casos casi no tenían ingresos. Sin embargo, lo que nos traemos hoy entre manos es un reajuste en las carteras de crédito estructurado, cuyas valoraciones no resultan tan intuitivas. Para hacerlo aún más esotérico, su existencia se concreta en toda una miríada de instrumentos de denominaciones acrónimas arcanas —CDO, CMBS, CLO, ABS, ABCP, etc.—, cuyos infortunios parece que se originan en la morosidad de un conjunto relativamente pequeño de hipotecas basura en los Estados Unidos.

Pero la realidad es que lo que está pasando en los mercados de crédito cambiará la estructura del mercado financiero, al igual que sucedió en crisis financieras pasadas de cierta envergadura. Lo que quede después de este naufragio dependerá de la respuesta que los propios agentes den a sus requerimientos futuros de riesgo-rentabilidad y, junto con ellos, la de los reguladores en cuanto a las nuevas exigencias de transparencia, información y limitaciones estatutarias a la toma de riesgos.

1. Liquidez global

En el centro del debate y desde hace ya unos cuantos años parece estar la percepción de abundancia de liquidez en el sistema financiero global, que ha inundado de dinero inversor a los mercados con volúmenes sin precedentes desde la segunda guerra mundial.

La liquidez, en su acepción más amplia, es la posibilidad de intercambio de algún recurso financiero plenamente canjeable, como lo es el efectivo, por cualquier tipo de activo no tan altamente intercambiable, es decir, no tan líquido. En finanzas este concepto amplio tiene dos acepciones relacionadas: la presencia de bolsas de activos monetarios dispuestas a invertir en otros activos financieros relativamente líquidos y, en relación con

Ignacio Muñoz-Alonso
Responsable de Banca Global, Europa y Asia del BBVA.
Profesor asociado de Finanzas Corporativas
Avanzadas del Instituto de Empresa

ello, la facilidad con la que se pueden comprar y vender títulos, es decir entrar y salir, de los distintos mercados. Hay por tanto una dimensión cuantitativa, que se refiere al tamaño de esas bolsas, y otra cualitativa, que se refiere a la facilidad para realizar activos. Con independencia del tamaño de las bolsas de liquidez, el mercado puede volverse ilíquido si desaparece la confianza en las relaciones de compraventa, es decir si, como está sucediendo ahora, los tenedores de esas bolsas de liquidez desconfían de aquellos que se la solicitan en préstamo por dudar de su solvencia, si piensan que sus activos pueden estar dañados o si su valor no va a ser suficiente para devolver el préstamo monetario en el caso de su liquidación, como ha sucedido en los mercados interbancarios en los últimos meses. En el origen de toda esa liquidez, que ha aumentado en los últimos años el número y la velocidad de las transacciones financieras, hay razones monetarias, macroeconómicas y financieras.

La política de tipos de interés bajos de los últimos años entra dentro de la primera categoría. Con tipos de interés reales negativos en muchas de las economías de peso en el mundo, la racionalidad de los agentes les lleva a endeudarse por encima de los niveles históricos de equilibrio. Si la situación persiste durante el tiempo suficiente para desplazar el mecanismo de asignación de recursos monetarios fuera de su equilibrio, parte de esa deuda termina en última instancia adoptando un sesgo especulativo, como el que se ha percibido en algunos segmentos financieros o en el mercado inmobiliario en los últimos años. Los bancos centrales son plenamente conscientes de lo determinante de su acción generadora de burbujas sucesivas como manera de resolver el pinchazo de las anteriores. Es concebible pensar que la burbuja inmobiliaria que ahora se esfuma sea la consecuencia de la solución de política monetaria que la Reserva Federal da al pinchazo de la burbuja de Internet en 2000. De la misma manera, se puede pensar que en la actual respuesta monetaria a la crisis *subprime* puede estar el germen de alguna otra burbuja futura en algún confín del sistema financiero global. La crítica a la política monetaria que siguen los bancos centrales desde los Acuerdos del Plaza de 1987 es una cuestión central que ya hemos tratado con detalle anteriormente y sobre la que no nos extenderemos aquí (1, 2).

De entre las razones macroeconómicas, destaca la acumulación de reservas en las arcas de los países exportadores de petróleo que, al igual que en los setenta y ochenta, se están beneficiando de un precio por barril y de unas condiciones de estructura productiva que les coloca como expor-

tadores netos de petrodólares en abundancia al sistema financiero global. En los últimos años países como Dubai, Arabia Saudí, Qatar, Abu Dhabi o Venezuela se han convertido en algunos de los mayores inversores globales, después de casi veinte años de relativa penuria con un petróleo estancado por debajo de los 30 dólares. Una segunda razón macroeconómica de peso suficientemente conocida es el desequilibrio en las balanzas comerciales de algunos países, Estados Unidos el principal, que está dando lugar a acumulaciones de reservas sin precedentes en países asiáticos como China, que con USD 12 mil millones de reservas en dólares adicionales cada mes, va ya por los 1,1 billones españoles de USD en reservas, una cifra similar al PIB español que tiene que invertir de alguna manera sabia dentro y fuera de su propio país si no quiere ocasionarse a sí misma un colapso monetario e inflacionario masivo.

De entre las razones estrictamente financieras, dos destacables: las operaciones de *carry-trade* que los desequilibrios cambiarios han permitido en los últimos años y la propia multiplicación de instrumentos financieros que han surgido en lo que podemos denominar la segunda ola de innovación financiera de los cuatro o cinco últimos años, después de la de los ochenta que dio lugar a los derivados y a otras tecnologías que hoy nos parecen banales. El *carry-trade* consiste en algo tan sencillo como financiar inversiones en activos denominados en divisas de alta rentabilidad con préstamos en divisas, como el yen o el franco suizo, de coste financiero inferior con coberturas de riesgo de cambio imperfectas. Esto significa que países ahorradores netos, como Japón o Suiza, están inyectando liquidez en el mercado en mayores proporciones a las que se corresponderían con las de asignación eficiente del ahorro, al estar los operadores dispuestos a quedarse con el riesgo de cambio abierto. El volumen vivo de este tipo de operaciones se cifra a mitad de 2007 en el entorno de los 1,5 billones españoles de USD, una cifra que por sí misma tiene un impacto neto sobre el mercado financiero en su conjunto y que explica una parte importante en la persistencia de los desequilibrios comerciales antes aludidos.

2. La segunda ola de innovación financiera: crédito estructurado, *hedge funds* y el *private equity*

La comprensión de las consecuencias que sobre la liquidez global ha tenido esta segunda ola de innovación financiera nos va a permitir enten-

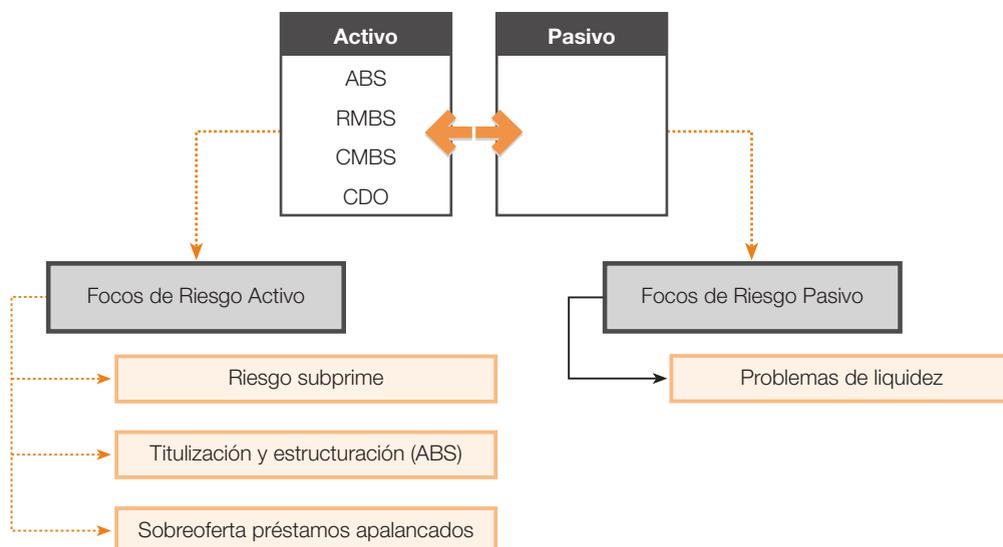
der de la naturaleza y alcance de la actual crisis de liquidez. Para ello tenemos que referirnos a la titulación de hipotecas y de préstamos altamente apalancados, muchos de ellos relacionados con la manera como se han financiado adquisiciones empresariales recientemente, los *Leveraged Buy Outs* (LBO), formalizados en condiciones cada vez más laxas en cuanto a requerimientos de cobertura y documentación, los denominados *Covenant Light Loans* (gráfico 3).

El volumen de hipotecas *subprime* emitido a finales de 2006 en Estados Unidos ascendía a unos 600 mil millones de USD. Alguien podría pensar que los bancos que se han dedicado a conceder préstamos hipotecarios a gente sin ingresos, historial crediticio ni empleo fijo, han perdido la racionalidad económica o simplemente no están leyendo bien el riesgo de crédito. De la misma manera que cuando se conocen los términos de muchas operaciones recientes de financiación de adquisiciones (3) podría pensarse que los comités de crédito de los bancos no saben lo que hacen. Ni una cosa ni la otra. Lo que sucede es que una parte muy importante de esos dos tipos de riesgos, que son los más representativos de esta ola reciente de innovación, no permanecen en el balance de los bancos sino que se movilizan tras un período relativamente corto denominado de *warehousing*,

en el que esos activos crediticios se reempaquetan con otros distintos, se valoran, se les asigna un *rating* y se transfieren a unos vehículos denominados *Special Investment Vehicles* (SIV's) para ser titulizados, es decir, revendidos bajo un nuevo formato con *rating* superior y en términos económicos rentables para los bancos que lo desintermedian así de su balance. Los bancos pueden transferir el activo en su conjunto a cambio de dinero, o alternatively pueden transferir tan sólo el riesgo mediante la contratación de un derivado de crédito, un *Credit Default Swap* (CDS). En este segundo caso se denomina titulación sintética, ya que se transfiere sólo el riesgo pero no el activo (gráficos 1 y 2).

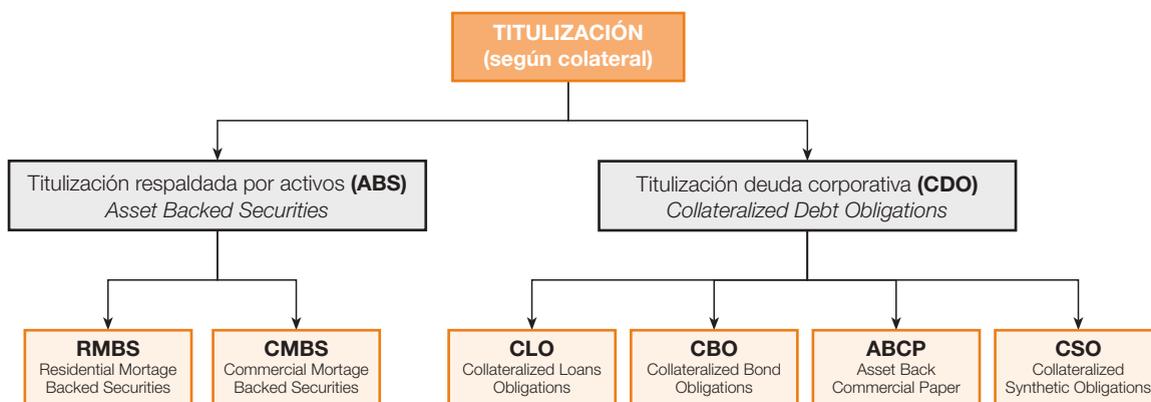
Estos nuevos instrumentos estructurados son comprados por inversores que en muchos casos, como algunos *hedge funds*, los financian a su vez mediante la emisión de otros instrumentos igualmente estructurados, que posteriormente se pueden incluso llegar a recombinar con los originales para dar lugar a otro empaquetamiento de activos que a su vez se pueden volver a reempaquetar con otros pasivos, y así sucesivamente. La importancia del *subprime*, así como de los préstamos para adquisición de empresas, es que se encuentran en el principio y en una gran parte de toda esa cascada de activos que se ha construido en escalones

GRÁFICO 1
CRISIS DE CONFIANZA EN EL SISTEMA FINANCIERO



Fuente: Fitch Ratings.

GRÁFICO 2
LA TITULIZACIÓN SEGÚN COLATERAL Y SU ESTRUCTURACIÓN

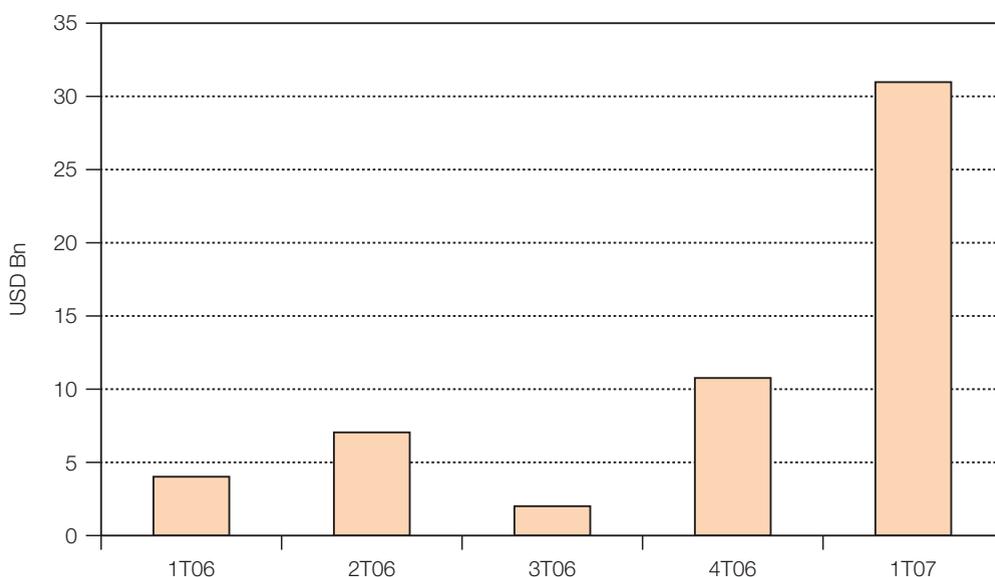


Fuente: BBVA, Credit Research.

sucesivos, resultando ser una fibra relativamente estrecha pero capaz de contaminar a una parte amplia del sistema por encontrarse presente en toda la cadena posterior. Al margen del efecto que el *subprime* puede tener como consecuencia del apalancamiento al que esta cascada sucesiva de

operaciones da lugar, existe además el temor a que el sector relativamente pequeño del *subprime* se traslade por un mero efecto contagio al mucho más amplio de las hipotecas *prime* que hoy se encuentran titulizadas en más de un 40% en Estados Unidos.

GRÁFICO 3
EVOLUCIÓN DE PRÉSTAMOS COVENANT LITE (EE.UU.)



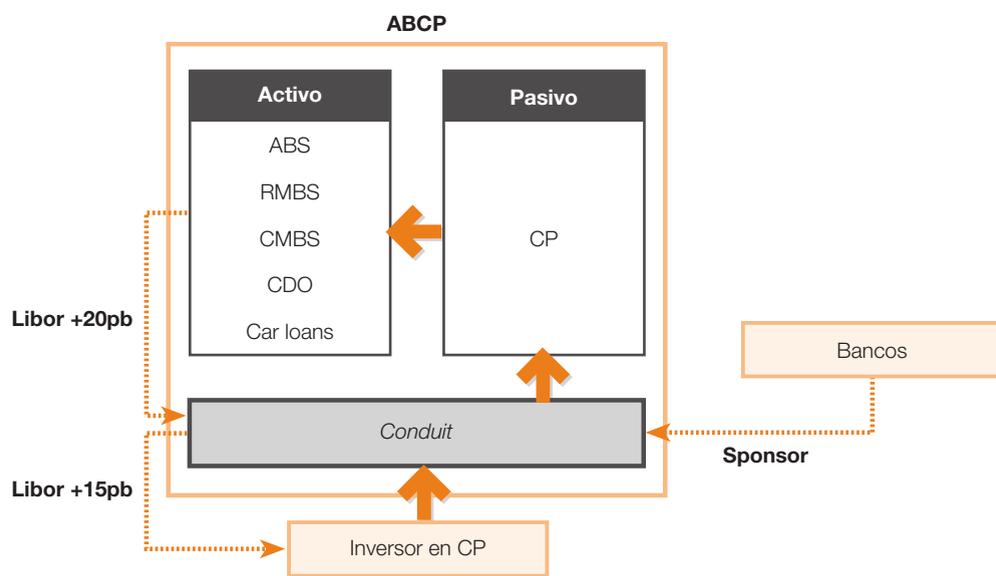
Fuente: Fitch Ratings.

Todo esto tiene una serie de consecuencias importantes para el sistema financiero en su conjunto. Por una parte, la liquidez se multiplica desde que una única operación primaria, bien sean hipotecas o financiaciones de adquisiciones, da lugar a una serie sucesiva de transacciones encadenadas cada vez más alejadas de la contrapartida real, multiplicando con ello el volumen de operaciones asociadas a una única operación primaria y con ello la liquidez del sistema. En segundo lugar, disemina efectivamente el riesgo, como los defensores de este tipo de estructuras señalan, pero a costa de introducir un grado importante de opacidad en cuanto a la configuración última de los activos, ya que en los sucesivos reempaquetamientos se va perdiendo el conocimiento del riesgo original. Uno de los rasgos distintivos de la crisis del verano pasado es que, como dicen los operadores del mercado, *no sabemos quién tiene qué*. De ahí que a ésta se le haya denominado una *crisis de transparencia*. En tercer lugar, en los sucesivos empaquetamientos se crean importantes asimetrías de duración entre activos y pasivos, por cuanto que en muchos casos la compra de esos activos a largo plazo se realiza con papel comercial garantizado por esos activos reempaquetados de mayor duración, los denominados Asset

Back Comercial Paper —ABCP— emitidos a través de estructuras denominadas *conduits* que permiten, una vez, replicar el juego del *carry trade* de duraciones financiando a corto plazo activos más rentables de largo plazo (gráfico 4). Las asimetrías de duración imponen serios problemas de viabilidad a los SIV cuando se endurecen las condiciones de liquidez en el mercado, que finalmente se resuelven en muchos casos apelando a las líneas de cobertura de liquidez fuera de balance provistas por los propios bancos que los han creado. Este conjunto de circunstancias, dudas sobre el contenido de la cartera de créditos, desconocimiento de los compromisos de liquidez con sus propios vehículos y de los compromisos de financiación futuros, en especial en las operaciones de compra apalancadas, son los que han puesto a algunos bancos en el ojo del huracán en los últimos dos meses y lo que ha hecho que algunos hayan sufrido condiciones de elevadísima tensión en el interbancario.

Esta facilidad en la desintermediación del balance de los bancos por la vía de la titulización y su traslado a los balances de no especialistas en crédito, es la que en última instancia ha producido lo que se ha denominado lectura incorrecta del riesgo, que ha propiciado el cierre de los diferencia-

GRÁFICO 4
LOS CONDUITS Y LOS ABCP



Fuente: Fitch Ratings.

les crediticios durante los últimos años hasta niveles históricos. Los agentes menos especializados en el análisis de riesgo de crédito, como algunos fondos y gestores de diversa índole, invertían en estos activos atraídos por las rentabilidades y paliaban sus carencias analíticas acudiendo a las agencias de *rating* para resolverlas. Las agencias de *rating*, también ahora en el centro del debate, otorgaban calificaciones frecuentemente basadas en modelos formales y estadísticos de correlación, que, como tales, descansan por construcción en última instancia en la asignación de una probabilidad a un conjunto de hipótesis cuyo acierto, en el caso de los *ratings* más elevados, se considera improbable. El episodio del Long Term Capital Fund en 1998 ya nos enseñó la severidad con la que lo improbable puede sacudir a la realidad, por muy improbable que sea, cuando finalmente sucede.

Pero la titulización no es algo nuevo, así que para terminar de entender el auge de esta importantísima tecnología no podemos dejar de referirnos a los cambios en la estructura de la demanda de activos que han permitido su expansión vertiginosa. Y para ello tenemos que hablar de los *hedge funds* y los *private equity funds*, auténticos catalizadores del desarrollo de este mercado gracias al conjunto de tecnologías altamente sofisticadas de inversión, valoración, estructuración y cobertura con las que cuentan, que hacen comprobable lo que antes no lo era. Gracias a que existía una demanda de esta naturaleza, imitada luego por muchas de las víctimas de la actual corrección, se ha podido desarrollar un mercado de instrumentos tan difícilmente negociables en un pasado reciente. La aparición de sofisticadas técnicas de cobertura, valoración, modelización y de los *hedge funds* en sí mismos, constituye junto con la expansión de los nuevos instrumentos, el otro pilar robusto de esta segunda oleada de innovación financiera.

En resumen, se trata de un engranaje que tal y como está concebido permite la compra de riesgos altos, su traslado a un SIV del agente originador, su reempaquetamiento con instrumentos de distinta calidad crediticia, incluyendo posiblemente tramos de capital para obtener un *rating* suficiente, y su venta posterior a precios más altos que los del activo original mediante reempaquetamiento con otros activos, con el consiguiente beneficio para los originadores. Ya antes del verano comenzó a detectarse un parón importante en el ciclo de originación de activos titulizables, al exigir los compradores de crédito estructurado rentabilidades cada vez más altas que ya no eran

posibles a la vista de las rentabilidades de los activos originales que se utilizaban para crear los reempaquetamientos.

3. Los mecanismos de transmisión

Pero no nos equivoquemos, una crisis de liquidez, que no de crédito, no es más que una percepción por parte del sistema de que algo en el crédito no está en orden. Si la enfermedad está en el crédito, la tensión de liquidez es algo así como la fiebre que nos alerta de que algo anda mal. Todavía no hemos pasado de las tensiones de liquidez en el sistema financiero a una crisis crediticia proyectada sobre la economía real, en la medida en que todavía no se han producido impagos importantes en ningún sector, sino tan sólo y de momento el reconocimiento por parte de algunos bancos de que algunos de sus activos de mercado estaban sobrevalorados, dando lugar a consiguientes ajustes de capital.

Sin embargo, es sabido que frecuentemente las crisis de liquidez son autoproféticas y pueden acabar afectando al crédito si una compañía o un banco puede empezar a no ser capaz de atender sus compromisos, aun teniendo un negocio o activos de calidad, si no encuentra quién le preste el dinero para atender a sus refinanciaciones. Esta es la teoría que está detrás de las intervenciones recientes por parte de los bancos centrales: prestar a las entidades contra la garantía de sus activos, que se presupone son de calidad, para evitar que caigan estranguladas inmerecidamente por un colapso de liquidez. Al margen de lo que suceda en el entorno financiero todavía está por ver el impacto que la ralentización de los mercados financieros puede tener sobre compañías altamente apalancadas en algunos sectores industriales.

Si la actual tensión de liquidez se traslada o no a la economía real dependerá de la intensidad con la que operen los distintos mecanismos posibles de transmisión de la economía financiera a la real: como de severa pueda ser la reversión del efecto riqueza en los consumidores, que deshace la percepción subjetiva de riqueza de los agentes como consecuencia de la apreciación continuada de sus activos inmobiliarios, y si dicho ajuste tiene o no consecuencias sobre el consumo; como de decidida sea la respuesta de los bancos a la oferta de crédito, a la vista de los USD 30.000 millones de capital de las entidades financieras en Estados Unidos y Europa, que al día de hoy se han volatilizado; cuál es el riesgo sistémico neto del sistema crediticio en su conjunto y si ajustes continuados del

stock de capital pueden dar lugar a un ciclo de reestructuración de mayor alcance en el sistema crediticio; o cuál es la capacidad de muchas empresas altamente apalancadas y con apenas margen de maniobra de gestionar un ciclo adverso de financiación o de ingresos, son algunas de las cuestiones cuya respuesta dictará el curso futuro de los acontecimientos en lo relativo a las consecuencias que sobre el sector real pueda tener la actual tensión de liquidez en los mercados.

4. El día después

A la fecha de escribir este artículo, la sensación generalizada es que, con independencia de la profundidad o proximidad del momento de cierre de la actual corrección, es todavía pronto para entender el alcance de lo sucedido.

Podemos no obstante hacer una serie de pronósticos en relación a la posible pervivencia de las estructuras de innovación y de toda la pléyade de instrumentos cuyo apogeo hemos conocido en el ciclo que parece que ahora se cierra y del mantenimiento o no de un mercado financiero con una configuración similar, en lo relativo al importantísimo fenómeno de la desintermediación.

Las correcciones suelen cerrarse frecuentemente con la desaparición temporal, hasta su reinención unos cuantos años después, de los polos de atracción inversora que generaron la inestabilidad: los bonos basura en los ochenta, los países emergentes en el 94, la inversión en tecnología en el 2001. Sin embargo creo que no parece aventurado afirmar que los dos pilares de la innovación reciente, los instrumentos de titulización y los *hedge funds*, están aquí para quedarse. Su aparición ha dado lugar a un concepto mucho más dinámico y seguramente necesario de las relaciones financieras y corporativas, y como instrumentos de disseminación y asignación eficiente de riesgos cumplen una función que pueden permitir que el sistema en su conjunto se desplace a niveles de mayor eficiencia, sin que sea inevitable el que se produzcan fallos como el actual. La pregunta que debemos de hacernos es bajo qué requisitos, algunos de ellos de inevitable corte regulatorio, puede darse esto. La siguiente es una relación no exhaustiva de las cuestiones que en el futuro se pueden plantear si se pretende enmendar errores y mantener a flote el mercado de instrumentos estructurados, a pesar de la sensación actual de debacle:

— *Crédito*. La titulización no es un fenómeno nuevo, pero sin embargo una parte importante de su expansión contemporánea se ha asenta-

do sobre procedimientos y análisis de riesgo de crédito insuficientes. La titulización se ha podido transformar en una fuente de azar moral para algunos originadores, que relajaron sus exigencias de conocimiento de los riesgos tomados al no identificarse con el inversor final. El desarrollo por tanto de procedimientos que impidan la traslación de riesgos no suficientemente conocidos por parte de los originadores, parece una exigencia a corto plazo.

— *Hedge funds*. Inevitablemente, lo que parece bastante cierto es que nos encaminamos hacia un nuevo ciclo de regulación, como sucedió con Sarbanes Oxley en 2002, después del colapso de Enron y de la crisis de las puntocom. En este caso el énfasis podría hacerse en la necesidad de equiparar los procedimientos y los modos de operar de los *hedge funds* a los fondos tradicionales. La lógica no sería únicamente la de proteger al inversor en *hedge funds*, quien en muchos casos acepta el régimen de información limitada y escasa transparencia que éstos ofrecen como condición para invertir; sino la necesidad de evitar crisis sistémicas que afecten a otros agentes como consecuencia de la dificultad de calibrar el riesgo sobre el conjunto por desconocimiento del alcance de sus actividades.

— *Transparencia*. También parecería muy probable que se impongan requerimientos estandarizados, estatutarios o regulatorios, de transparencia e información sobre los instrumentos estructurados. No sólo el regulador puede tener la tentación de dictar estos términos, sino que después de visto lo que hemos visto, serán los propios agentes quienes elevarán las exigencias de información que les permitan valorar con más precisión los activos en los que inviertan. Si uno no es capaz de valorar correctamente un instrumento, no ha de esperar que nadie lo haga por él. La autoimposición de un conocimiento detallado de los instrumentos en los que se invierte por parte de los inversores, llevará sin duda a desalojar del mercado a quienes, como hasta ahora, se mostraban reservados a la hora de revelar los modelos y metodologías de valoración de los activos que estructuraban.

— *Liquidez*. Una de los aspectos críticos de esta crisis ha sido la dificultad de valorar carteras de instrumentos complejos al no existir contrapartidas de mercado que ofreciesen permanentemente precios de los mismos. Sin duda, la existencia de un mecanismo que permita entrar y salir en mercado y por tanto realizar un ajuste dinámico de las carteras estructuradas facilitaría su comprensión y simplificaría la decisión de inversión.

— *Agencias de rating*. Éstas deberán también adaptar sus metodologías a este tipo de instrumentos. La revisión de los modelos formales y su complemento con otros de naturaleza fundamental formarán seguramente parte de los ingredientes contenidos en la respuesta que las agencias den al reto de la clasificación de activos estructurados.

— *Asignación de capital*. Voluntaria o regulatoriamente, es posible que los intermediarios financieros terminen por hacer recuento público de la parte de sus capital o riesgo total que tienen asignado a estos instrumentos. Esto parecería de especial importancia si se consideran los efectos devastadores que sobre algunos bancos ha tenido, no ya su exposición, sino las dificultades para computar su exposición total a este tipo de instrumentos, con series sucesivas de anuncios ampliando cada vez el tamaño de la pérdida a medida que se profundizaba en la realidad de lo que de verdad había en libros. La creación de unas métricas estables y consistentes de asignación y limitación de capital asociado a este tipo de activos, incluyendo los compromisos de liquidez fuera de balance sobre sus propios vehículos por parte de las entidades financieras, parecería por tanto un requisito necesario para el comercio fluido y con garantías en este tipo de instrumentos.

Sea como fuere, existe la convicción de que, como en tantas otras cuestiones, el problema no está en la tecnología sino en el uso que se hace de ella. La multiplicación de instrumentos y agentes, la sofisticación del mercado financiero como forma de diseminación de riesgos y asignación eficiente de recursos es un fin deseable. El reto consiste en hacer que los beneficios que produce no sean superados por los problemas a los que episodios críticos como el actual puedan dar lugar. La posibilidad de desintermediación de activos fuera del balance de los bancos tiene una importancia capital como herramienta que configura una estructura de relaciones distintas y mucho más eficaces de vinculación financiera entre los distintos

lados del mercado. Y es quizá inevitable en un mundo cada vez más transaccional, tan en línea con el signo de los tiempos que marcan la globalización y el valor diferencial en la capacidad de gestionar riesgos complejos, tan característicos de la nueva economía financiera (4). En el mejor de los mundos, los agentes deberíamos ser capaces de beneficiar al conjunto del sistema haciendo un uso de las técnicas y de los instrumentos que, lejos de acrecentar la incertidumbre inherente a la materia prima del negocio financiero, el riesgo, haga del conjunto un ámbito más estable, sólido y predecible. □

NOTAS

- (1) Ignacio Muñoz-Alonso (2004): «Dólares, burbujas y tipos de interés», *Cinco Días*, 20 de enero.
- (2) Geoffrey P. Miller: «The Role of a Central Bank in a Bubble Economy», Se encuentra en [www. Gold-eagle.com/ editorials](http://www.Gold-eagle.com/editorials).
- (3) Ignacio Muñoz-Alonso (2007): «Annus mirabilis». España 2006: Un balance. *Economistas*, núm. 111, extra.
- (4) Martin Wolf (2007): «The New Capitalism», *Financial Times*, 9 de junio.

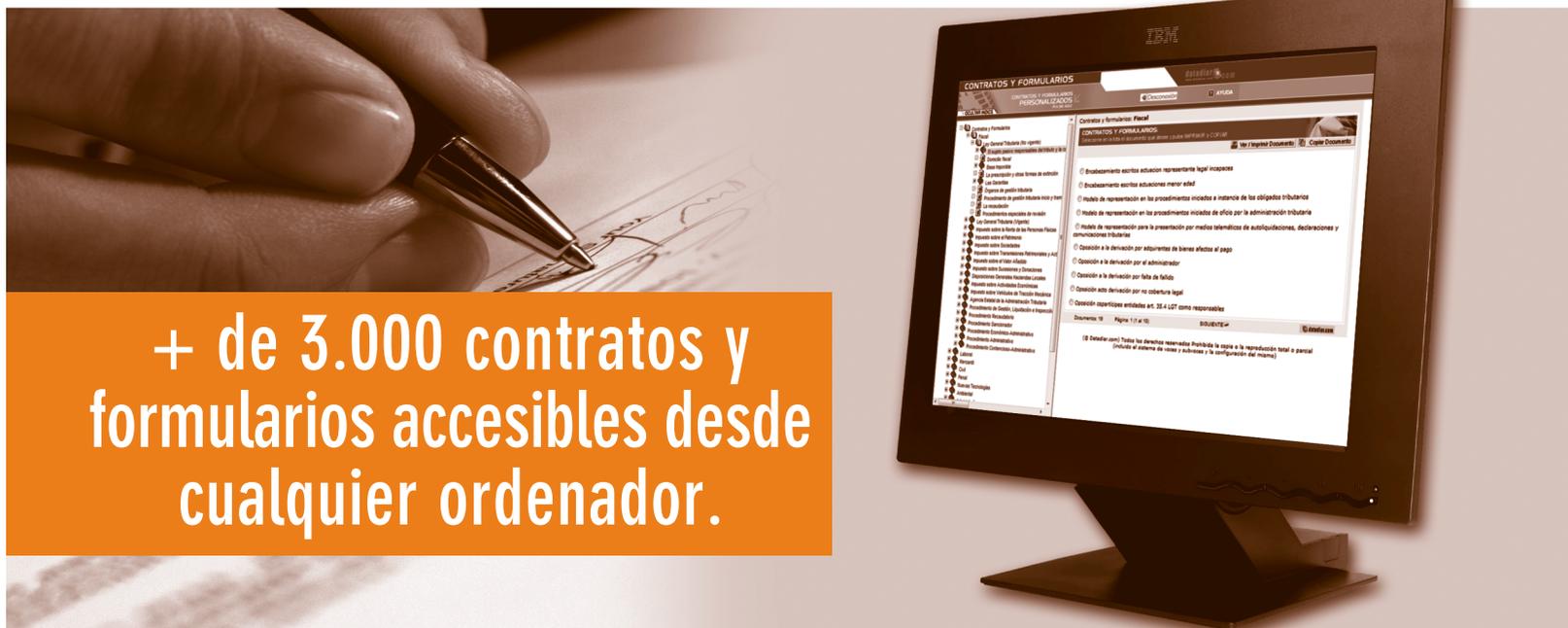
RESUMEN

La expansión durante los últimos años de la liquidez global ha favorecido un auge sin precedentes del volumen de transacciones financieras y de las distintas clases de instrumentos de crédito complejos. La magnitud del proceso de corrección por el que atraviesan actualmente los mercados, determinará el alcance de las reformas que habrá que acometer para hacer de la innovación financiera un contribuyente neto a la estabilidad y dinamismo del conjunto del sistema financiero global.

Palabras clave: *Liquidez global, Corrección de los mercados, Mercados financieros, Reforma, Innovación financiera, Hedge funds, Private equity, Asignación de capital.*

Base de Datos online

Contratos y formularios



+ de 3.000 contratos y formularios accesibles desde cualquier ordenador.

La mayor recopilación de contratos y formularios
ACTUALIZADA CONSTANTEMENTE según la normativa vigente.

Fiscal, Laboral, Mercantil, Contable, Civil, Administrativo, etc...

Incluye búsqueda por texto libre y en los títulos.

Oferta miembros Colegio de Economistas de Madrid

249 € ~~299 €~~

datadiar  **com**
www.datadiar.com

Oferta válida sólo hasta el
31 de Enero de 2008
IVA no incluido

Más información en
www.datadiar.com

902 092 888

Identifíquese como miembro del Colegio

El activismo de los accionistas y el papel del CEO

1. El mandato del CEO

El CEO (del inglés *Chief Executive Officer*) es el presidente ejecutivo o el consejero delegado de una sociedad.

El CEO lleva el peso del mundo en sus hombros, dice el anuncio de una multinacional, pero además suele llevarlo con un importante grado de soledad. Mucho se ha escrito sobre la conveniencia de separar las funciones del presidente del consejo de administración y las del máximo ejecutivo de la institución, el CEO. No voy a entrar en este artículo en esta discusión. En general, me voy a referir al CEO como aquella persona que en su empresa tiene entre otras las siguientes responsabilidades: i) la gestión de la sociedad con el objetivo de crear valor para sus accionistas, ii) el diálogo con sus accionistas y la comunidad inversora en general, además de ser el interlocutor de la entidad frente a las fuerzas sociales y políticas, los empleados, clientes, proveedores y reguladores, es decir, los *stakeholders*.

Durante los últimos años la base accionarial de las compañías cotizadas ha sufrido una importante transformación. Ha pasado de una mayoría formada por accionistas minoristas (la mayor parte domésticos) a, en la actualidad, estar formada por inversores institucionales (con mayor peso de internacionales) con una importante participación de fondos alternativos o *hedge funds*.

Como se desarrollará en este artículo, y más detalladamente en otros de este número de la revista, durante los últimos años ha aparecido un conjunto de nuevos *jugadores* en los mercados financieros que han irrumpido con fuerza en el entorno del CEO: fondos de capital riesgo, *hedge funds* y fondos de infraestructuras.

Todos ellos han influido decisivamente en que el divorcio que tradicionalmente ha existido entre la forma de pensar y de actuar entre la propiedad y la gestión haya prácticamente desaparecido. Propiedad y gestión tienen un claro común denominador: la creación de valor.

Los CEO de las compañías están expuestos a este nuevo mundo de inversores que tienen una influencia decisiva en su forma de gestionar:

— Tienen que tener, más que nunca, una visión de corto plazo. Son *examinados* por el mercado cada trimestre. Pero, tampoco pueden olvidar la estrategia corporativa a largo plazo, en caso contrario, el *valor terminal* desaparecerá. Esta dicotomía genera distorsiones, como, por ejemplo, en la toma de decisiones de inversión en activos productivos (*Capex*) y los retornos a corto plazo sobre recursos propios, inversiones o capital empleado (*ROE, ROI, ROCE*).

Francisco Bachiller
Managing Director de Morgan Stanley.
Profesor de ICADE

— El CEO tiene que dedicar una parte importante de su tiempo y esfuerzo a la relación con los *stakeholders*, muchas veces no valorado suficientemente por los inversores. Recientemente el CEO de una importante multinacional europea dijo en una conferencia que *mi mundo es transparente y soy examinado continuamente por el mercado y otros agentes sociales. Sin embargo, los hedge funds y los fondos de capital riesgo no.*

Sin duda, estamos viviendo una época donde hay una mayor sintonía y alineamiento entre los equipos gestores (muchas veces también son accionistas a través de programas de compensación con acciones y opciones) y los accionistas y un alejamiento entre éstos y los consejos de administración.

¿Pero, qué mandato tiene el CEO? La respuesta es sencilla: maximizar la creación de valor para el accionista. La creación de valor se refleja en ratios financieros como son el beneficio por acción (BPA), generación de flujos de caja y en el crecimiento rentable.

Para crear valor para el accionista en un entorno como el actual de fuerte generación de caja, las instituciones tienen que crecer o alternatively devolver los fondos generados a los accionistas (recompra y amortización de acciones; aumento del dividendo; dividendos especiales). No es extraño leer declaraciones de CEO en las que se comprometen a devolver a los accionistas la caja generada si en el plazo de doce o dieciocho meses no han podido adquirir una empresa. Actualmente los inversores están más interesados en que los gestores hagan crecer más sus empresas que en recibir más caja.

Está empíricamente demostrado que las instituciones que crecen cotizan a una prima sobre sus comparables.

Este crecimiento puede ser orgánico y por operaciones corporativas de fusiones o adquisiciones.

Todas, o prácticamente todas, las entidades que componen el índice Ibex en España han estado involucradas en operaciones corporativas durante los últimos años.

Por lo tanto podemos concluir que los CEO o crean valor para sus accionistas, sin mucho tiempo de gracia, o se lo crean (depredador o víctima).

Poco puedo aportar de interés sobre el crecimiento orgánico de las instituciones. Sin embargo, es interesante comentar cuáles son las tendencias en las operaciones de fusiones y adquisiciones en Europa.

Antes de comentar sobre estas tendencias, creo que es importante hacer una breve mención al impacto de la directiva europea en materia de

adquisición de empresas. El objetivo de la directiva de crear un campo neutral, en mi opinión, no se ha conseguido como demuestran una serie de factores:

— Disparidad en los estándares de gobierno corporativo de las sociedades en cada país.

— Resurgimiento de movimientos nacionalistas y proteccionistas.

— Existencia de negociaciones bilaterales por parte de Gobiernos que afectan a empresas particulares.

— Competencia en materia de impuestos entre países y regiones.

— Intervención de los bancos centrales en la configuración del sistema financiero.

— Reguladores domésticos en títulos valores, competencia y sectoriales.

Todos estos factores implican que el campo de actuación no es neutral. Sin embargo, durante los últimos años se ha demostrado que si los reguladores no consiguen su objetivo de imponer condiciones neutrales para las sociedades, son *los nuevos inversores (hedge funds, fondos de capital riesgo, fondos de infraestructuras)* y los accionistas *activistas* los que están obligando a cambiar las reglas del juego hacia un criterio claro de creación de valor con reglas estrictas de mercado.

2. Crecimiento por operaciones corporativas. Tendencias en 2007/2008

Es importante distinguir entre dos tipos de fuerzas que influyen en la situación actual: las cíclicas y las estructurales.

2.1. Cíclicas

Distinguimos a su vez dos factores.

2.1.1. Abundancia de capital/liquidez

Los bajos tipos de intereses nominales (tipos reales negativos en algunos momentos) y el crecimiento de las economías han creado importantes bolsas de liquidez tanto en los mercados de capitales de acciones como de deuda.

Hasta el mes de agosto se había producido un récord en la emisión de bonos de alto rendimiento y de financiaciones bancarias apalancadas.

Como veremos más adelante, los bajos tipos de interés y la importante liquidez del sistema han propiciado el fuerte desarrollo de las nuevas clases de inversores.

2.1.2. Confianza

Según un estudio reciente, la prioridad número uno de los directores financieros de las grandes entidades a nivel mundial es llevar a cabo operaciones corporativas. Sólo era la prioridad número siete en el año 2005.

En Europa las compañías gozan de muy buena salud financiera reflejada en los importantes flujos de caja generados y el bajo endeudamiento.

Estamos viviendo una época de una gran actividad entre países europeos con un importante peso de las operaciones no solicitadas (las erróneamente llamadas hostiles). En contra de lo que suelen decir los libros de finanzas, los mercados de capitales reaccionan positivamente en la acción del comprador cuando anuncian una operación.

Esta confianza se ha quebrado en el mes de agosto. La crisis crediticia ha generado una tremenda volatilidad en los mercados y el sentimiento de confianza/desconfianza oscila de un día a otro.

2.2. Estructurales

2.2.1. Agresividad de las nuevas clases de inversores

Los nuevos inversores representan aproximadamente el 24% del mercado de fusiones y adquisiciones. Ocho de los diez mayores LBO (compras apalancadas) se han cerrado en los últimos doce meses.

Respecto a los *hedge funds*, dentro de las diversas áreas de actividad, la más importante actualmente es la relacionada con el arbitraje en operaciones corporativas.

2.2.2. Globalización

Las operaciones de fusiones y adquisiciones entre países ha aumentado de forma significativa durante los últimos meses. Basta con observar la actividad de las compañías españolas.

Merece la pena destacar, el fuerte aumento del volumen de actividad de los países emergentes más importantes, los conocidos como *BRIC*, es decir Brasil, Rusia, India y China.

Durante los primeros nueve meses del año el volumen de operaciones en estos cuatro países ha sido de US\$ 300 billones. Sin olvidar las importantes bolsas de liquidez generadas en los países de Oriente Medio, incluso en algunos países africanos que están invirtiendo en los países occidentales.

Pero la cuestión que hay que plantearse es si estos niveles de actividad corporativa (nunca vista tanto en número de operaciones como en volúmenes) está llevando a los mercados a un comportamiento que puede llegar a ser definido como especulativo.

Sirva como ejemplo que uno de los principales motores de los movimientos del mercado han sido las noticias y los rumores relacionados con la actividad corporativa. En un reciente informe de *research* de Morgan Stanley, y basado en el número de veces que aparecían ciertas palabras en los grandes diarios económicos mundiales, las palabras *especulación* y *rumor* se están usando más frecuentemente que durante los últimos diez años.

Como se recoge en el último informe de Thomson, durante los primeros nueve meses del año, el volumen de operaciones anunciadas de fusiones y adquisiciones ha aumentado un 50% respecto al mismo período del año 2006. Sin embargo, el mes de septiembre ha supuesto un cambio de tendencia con el volumen de actividad más bajo de los últimos 24 meses. Merece la pena resaltar que durante este período de nueve meses, las compañías de capital riesgo representaron un 25% del nivel total de actividad. Sin embargo, cayó al 13% en septiembre. Ello se ha debido fundamentalmente a dos causas: fuertes restricciones en el acceso a financiación externa y encarecimiento de la misma, y que no se ha producido un ajuste a la baja de las expectativas de valoración de los posibles vendedores.

Hasta hace muy poco todos los agentes del mercado se planteaban cuál sería el detonante del fin de este ciclo de superbonanza. Evidentemente no se conocía la respuesta concreta (si bien muchos son los que se la atribuyen ahora) y se sugerían como más frecuentes las siguientes: una reducción drástica del consumo, una fuerte reducción de los beneficios empresariales, un *escándalo* en una sociedad importante (tipo Enron) que redujera la confianza, un proteccionismo exacerbado, una acción geopolítica o terrorista, un mayor control económico de los productores de petróleo y materias primas en general o el *estallido* como ha ocurrido del mercado crediticio.

Como sabemos, el detonante de la posible ralentización económica (se desconoce el alcance y profundidad de la misma) ha sido la crisis hipotecaria *subprime* norteamericana y su relación con los productos financieros estructurados la que ha desencadenado una contención del crédito a nivel mundial.

Esta crisis crediticia ha desembocado en una pérdida de confianza, aversión al riesgo e incertidumbre sobre el valor de los activos.

Hay mucha volatilidad y se está produciendo una asimetría entre el mercado de crédito (condiciones mucho más restrictivas) y el de acciones (todavía con subidas).

Nuevamente la actividad corporativa está claramente dominada por las empresas frente a los inversores financieros. El encarecimiento del crédito y de sus condiciones les hacen menos competitivos en las valoraciones donde las empresas consiguen sinergias y tienen mejor acceso a financiación. Sin embargo, los inversores financieros tienen que gestionar fondos muy importantes en tamaño y, por lo tanto, tendrán que volver a su actividad inversora a no ser que se produzcan reembolsos de esos fondos.

Es difícil predecir cuándo va a terminar esta crisis crediticia pero los cambios desencadenados empiezan a ser evidentes: financiación externa más cara y restrictiva, menor previsión de crecimiento de las economías y de las empresas y una mayor regulación.

Actualmente, las valoraciones son atractivas, el sentimiento y confianza son negativos, pero los fundamentales de las economías y de las empresas son todavía buenos.

Sin duda hay muchas incertidumbres y riesgos en el corto plazo. Sin embargo, un analista de un importante banco de inversión opina que esta posible última fase del mercado alcista estará caracterizada por acontecimientos que todavía no hemos visto en esta década, como por ejemplo, los inversores minoristas comprando de forma agresiva acciones, importantes operaciones estratégicas de fusiones y adquisiciones, mejora de la confianza corporativa que desembocará a un fuerte incremento en la inversión de activos productivos (*Capex*) y aumento de los múltiplos de las valoraciones de los mercados de renta variable. También señalan muchos especialistas que los mercados emergentes serán los nuevos motores del crecimiento y no se verán tan afectados por estas turbulencias, al igual que ocurrirá con algunos sectores que seguirán con una tendencia alcista como son los de materias primas e infraestructuras.

3. Nueva clase de inversores y el equipo gestor

El ciclo alcista en los mercados de capitales en los años 2005, 2006 y primer semestre de 2007 se ha basado en un entorno muy benigno de cre-

cimiento de las economías mundiales (sobre todo de los países líderes emergentes), unos bajos tipos de interés y un amplio acceso al crédito.

Los recientes eventos en el mercado crediticio han provocado una reducción de la liquidez que ha ocasionado un importante aumento del coste de financiación y restricciones en acceso a la misma.

Como se ha señalado en numerosos foros, esta crisis se diferencia de otras anteriores en que la situación económica/financiera de las empresas está en general bastante saneada (exceptuando situaciones puntuales en algunas entidades financieras). Es todavía temprano para saber hasta qué punto afectará al crecimiento de la economía y, por lo tanto, al crecimiento de las empresas. Este entorno está afectando al negocio de los *private equity* y *hedge funds*. Está por ver cómo evolucionará en los próximos meses.

Sin embargo, de lo que no hay duda es que estos *nuevos* inversores han experimentado un desarrollo espectacular en los últimos años. Estos inversores ya existían desde hace tiempo (por ello es confuso el término de *nueva clase*) pero han pasado a tener un papel muy importante en el mundo corporativo.

Es importante preguntarse por qué los *private equity*, *hedge funds* y accionistas activistas han tenido tanto éxito.

La principal razón, aunque no guste a algunos gestores y consejos de administración, es que las compañías se estaban dejando mucho valor *debajo de la mesa* debido a diversas razones: una ineficiente estructura de capital, un gobierno corporativo deficiente y una mala gestión de las diferentes actividades de las empresas.

Todas estas razones normalmente resultan en la no maximización de valor para el accionista. Entonces es cuando los *nuevos* accionistas entran en acción, muchas veces de forma no solicitada.

A pesar de las numerosas críticas lanzadas sobre estos inversores, incluso a nivel de Gobiernos, hay que reconocer que algunas empresas pueden aprender algunas lecciones de los métodos de gestión de los modelos de las empresas de capital riesgo. A modo de ejemplo:

— Centrarse en la actividad principal o la de mayor crecimiento y vender el resto. Concepto de *asset recyclers* frente a *asset accumulators*.

— Endeudar más las compañías para mejorar la estructura de capital, imponer mayor disciplina a los gestores y devolver caja a los accionistas.

Por estas razones, durante los últimos meses se han visto numerosas operaciones de *Public to Private*, es decir, *privatizar* compañías cotizadas.

Los factores principales que han llevado a este tipo de operaciones han sido:

- Tamaño de los fondos de los inversores financieros.

- Predisposición (hasta el mes de agosto) de las entidades financieras para financiar este tipo de operaciones en términos y condiciones muy favorables para los inversores.

- Atractiva relación entre los tipos de intereses de la financiación y las tasas de retorno esperadas de la inversión.

- La predisposición por parte de los CEO a estudiar, y en numerosos casos, a formar parte activa del grupo de inversores compradores, este tipo de operaciones.

Este último, y muy importante factor, es resultado de la quizás excesiva exposición de los CEO de las empresas cotizadas a un entorno cada vez más complicado: accionistas activistas, medios de comunicación muy críticos, reguladores, agentes sociales, gobiernos, etc. Y por qué no decirlo, la posibilidad que les brinda estas operaciones de convertirse en verdaderos empresarios/propietarios y crear riqueza para ellos mismos en el futuro.

Como hemos señalado anteriormente, en Europa el número de operaciones no solicitadas ha aumentado notablemente. No es infrecuente que, como táctica de defensa, se busque un *caballero blanco* donde el CEO y su equipo juegan un papel fundamental.

Sin entrar en mucho detalle, me gustaría dejar para la reflexión si, en general, las compras de empresas con participación del equipo directivo, suponen un conflicto de interés o por el contrario ayudan a maximizar el retorno para los accionistas.

El papel del CEO y su equipo es cada vez más importante en las operaciones diseñadas por los *nuevos inversores* ya que a la utilización de sofisticadas herramientas de *ingeniería financiera* se ha unido lo que ya se conoce como *ingeniería operacional*. Es decir, la maximización del valor no se consigue sólo por la vía de la optimización de la estructura de capital sino por la gestión operacional de las instituciones, sin las limitaciones a veces impuestas por los consejos de administración *alejados* de los accionistas.

Sin duda, el activismo de los accionistas minoritarios va a continuar. El entorno en el que se

desenvuelven los consejos de administración y los CEO ha cambiado:

- Activismo de accionistas y potenciales inversores no solicitados. Entre 2001 y 2005 la mayoría de las iniciativas de los accionistas activistas han tenido un resultado positivo (67% del total de las iniciativas).

- Presión sobre los consejeros independientes para que tenga una mayor involucración en la toma de decisiones estratégicas y de la actividad corporativa. De las empresas cotizadas, un 80% tiene consejeros independientes que lideran comités dentro del consejo de administración que son claves.

- Aversión/protección a posibles contingencias y responsabilidades. Entre los factores que han hecho que posibles candidatos a ser consejeros de sociedades no hayan aceptado el puesto destacan: no querer asumir riesgos o responsabilidades personales (61%) frente a una compensación insuficiente (11%). □

BIBLIOGRAFÍA

Diversos artículos de las revistas Journal of Applied Corporate Finance.

Diversos informes del departamento de Research en Morgan Stanley.

Informes de elaboración propia de Morgan Stanley.

Diversos artículos de prensa económica especializada nacional e internacional.

RESUMEN

El artículo examina el papel del CEO (consejero delegado) en el marco de la creación de valor en un contexto de la transformación de la base accionarial de las empresas cotizadas. En el proceso de alineamiento de la propiedad y la gestión para la creación de valor, se reflexiona sobre el papel del CEO en un entorno cada vez más complicado (accionistas, activistas, medios de comunicación críticos, reguladores, agentes sociales, gobiernos, etc.) y cambiante.

Palabras clave: *Consejero delegado, Gestión de la sociedad, Accionistas, Comunidad inversora, Valor para el accionista, Fusiones, Adquisiciones, Operaciones corporativas, Nuevo tipo de inversiones.*

La nueva función financiera

La función del director financiero ha estado sometida a un proceso de cambio en los últimos años. Por un lado, los sucesivos escándalos financieros en compañías de primer nivel (Enron, WorldCom, Parmalat) en la primera década del siglo XXI generaron una demanda de nuevas medidas de control que, en alguna medida supusieron una vuelta a la función básica de provisión de información financiera y cumplimiento de los requisitos legales. Por otro, un entorno más competitivo y globalizado, hace necesario un papel de la función financiera mucho más activo en la definición e implementación de la estrategia del negocio.

Es precisamente este entorno competitivo el que impone un nuevo reto para la función financiera efectiva que va más allá de la mera elaboración de información financiera fiable y transparente sobre la evolución del negocio. Se trata de conseguir jugar un papel como aliado de la dirección, prestando un *sopORTE a las decisiones de negocio* que permitan responder de una manera rápida y ágil a un entorno de negocios en continuo cambio.

En este entorno, la identificación, *análisis y medición* de los distintos *riesgos* del negocio de una compañía suponen uno de los retos para la función financiera moderna.

A su vez, la creciente complejidad de los *mercados de capitales* ha supuesto un reto para la función financiera, que debe garantizar un acceso seguro y eficiente a los recursos financieros necesarios para el desarrollo de la actividad de la empresa y a transmitir adecuadamente hacia los proveedores de capital (accionistas y acreedores) la información financiera y la estrategia de la compañía.

1. La nueva función financiera

Empezaremos por tratar de definir las funciones básicas encomendadas a la dirección financiera de una compañía (1):

- Administrador: elabora información financiera fiable y transparente y preserva el valor de los activos de la compañía, asegurando el cumplimiento de los requisitos legales.

- Operador: define las capacidades, los recursos y los costes necesarios para cumplir con la función financiera del negocio, adaptando de una manera constante y ágil el modelo operativo a las nuevas necesidades de la compañía.

- Estratega: colabora activamente desde una perspectiva financiera en la determinación y ejecución de la estrategia de la compañía, y se encar-

Amando Sánchez Falcón
Licenciado en Ciencias Económicas, por la UAM.
Director financiero de Abengoa

ga de alinear el crecimiento y la innovación con los objetivos financieros; establece una concienciación de la asunción de riesgos y de la integración de la gestión del desempeño, trasladando las expectativas de los mercados de capitales en objetivos internos.

— Catalizador: establece comportamientos en la organización para alcanzar objetivos financieros y estratégicos, convirtiéndose en agente del cambio en la implantación de nuevos procesos de negocio.

— Comunicador: comunica la información financiera a los analistas y proveedores de fondos de la compañía, alineando y adaptando la estrategia de la compañía.

A lo largo de los últimos años, la función del director financiero ha evolucionado hacia un perfil más estratégico, en el que a las funciones de control y reporte se ha añadido la de actuar de nexo entre los mercados de capitales y los distintos negocios de una compañía, cuestionando en algunos casos, las decisiones estratégicas y operativas de los negocios (2). El director financiero ha pasado de estar centrado en las tareas de control a convertirse en un socio activo en la gestión de los negocios para el primer nivel directivo de una compañía, actuando en determinados casos como un banquero de inversión interno en la compañía.

2. De la medición de resultados al soporte en la toma de decisiones

En los últimos años se ha acentuado la necesidad de medir el desempeño de las compañías en términos más amplios que las medidas tradicionales de beneficio hacia un modelo centrado en medida de creación de valor para el accionista.

En paralelo, las necesidades internas del negocio demandan sistemas de información que permitan soportar de una manera activa la toma de decisiones más que una simple medida estática de desempeño.

Adicionalmente, se ha ampliado el espectro de información que un departamento financiero maneja, que van más allá de parámetros estrictamente financieros, conocidos como Indicadores Claves de Desempeño (*Key Performance Indicators*). Así, en sectores como el del petróleo, la medición y evolución de las reservas es un elemento clave que afecta al valor de las compañías y su adecuada medición y reporte constituye un elemento fundamental de la comunicación de la salud financiera.

En muchos casos, un detalle excesivo en los procesos de planificación y presupuesto de las compañías puede llevar a un exceso de información que acaba por no ser relevante y deja a los directivos sin tiempo para el análisis de toma de decisiones. Conseguir un balance adecuado entre la función de control y la función de análisis y soporte para decisiones es una de las claves. Un nuevo modelo de función financiera está desarrollándose (3) evolucionando según el modelo del gráfico 1.

Sin embargo este proceso de transformación hacia un mayor soporte en las decisiones, se encuentra con no pocos obstáculos, el primero de ellos la existencia de complejos sistemas de reporte que no permiten la necesaria simplicidad e integración de la información que permita la toma de decisiones.

La capacidad para proveer a la dirección de un conocimiento del negocio ha sido identificada como un factor de creación de valor (4).

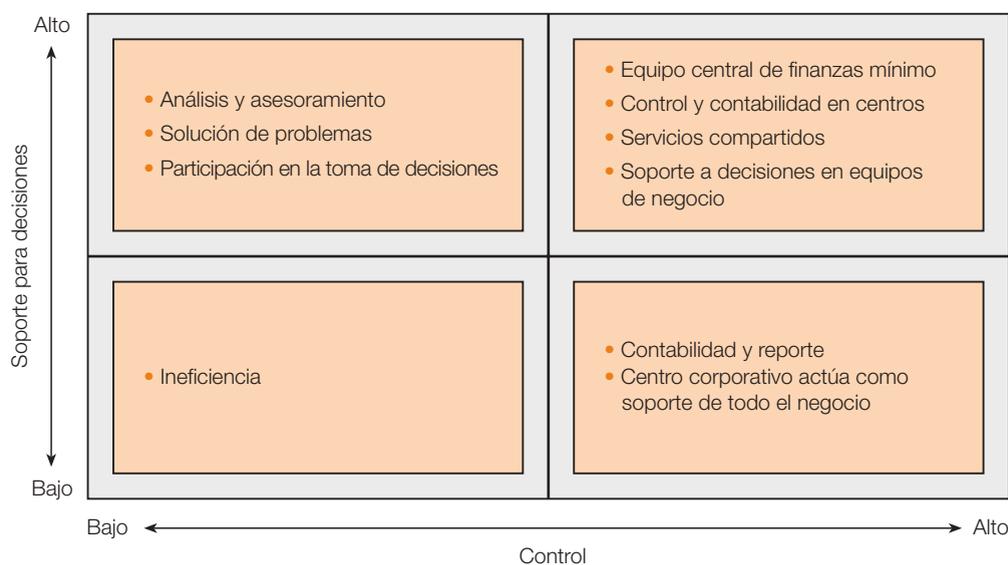
3. El papel de la dirección financiera en el análisis y la medición de riesgos

Los escándalos financieros de la última década han generado un proceso de intensificación de los controles a los sistemas de reporte de las compañías cotizadas. Desde la implantación en Estados Unidos de la Sarbanes-Oxley Act, que obliga a las compañías a guardar evidencia de todos los procesos internos y de control que garantizan la integridad de la información financiera de una compañía, a la creación de códigos específicos de buen gobierno, como en el caso de España, hemos asistido a un proceso en el que en algunos casos la dirección financiera ha visto reforzado su papel en el área de control.

Sin embargo, el 40% de los directores financieros no tiene una visibilidad adecuada de los procesos contables y los controles internos de su compañía (5). En la misma línea y aunque un 69% de los directores financieros perciben esta función como la más importante, sólo un 42% piensan que llevan cabo esta función de forma altamente efectiva (6).

La implantación de nuevas normativas más estrictas como Sarbanes-Oxley no ataca el origen de muchos de los problemas que tienen más que ver con las causas de una asunción de riesgos excesiva, malas prácticas y avaricia. Las causas originales son invariablemente el establecimiento de objetivos agresivos, soportados por incentivos financieros y en algunos casos el uso

GRÁFICO 1
NUEVO MODELO DE FUNCIÓN FINANCIERA



indebido de esquemas de remuneración ligados al precio de la acción. Se crea así una cultura centrada en el propio interés y un foco excesivo en los resultados a corto plazo, en el que la alta dirección requiere certezas sobre la evolución futura del negocio. La mayoría de los gestores se ven abocados a un exceso de optimismo cuando lo más razonable sería en lugar de una justificación ciega de sus propuestas una discusión abierta y honesta sobre los riesgos y las oportunidades de mejora (7).

En este entorno, un reto para la dirección financiera es el de crear una cultura de honestidad que permita una mirada abierta a la diferente evolución de un negocio, en el que la instauración de un sistema corporativo de identificación y análisis de riesgo puede jugar un papel clave.

Desde la lucha contra el fraude en las compañías, donde se estima que sólo un 10% de los fraudes internos llegan a conocerse (8), hasta la identificación y gestión de los riesgos medioambientales la labor de gestión de riesgos se ha convertido en un proceso que abarca todas las actividades de una compañía y en el que la dirección financiera ha jugado un papel creciente, más allá del simple cumplimiento de la regulación. En más del 40% de los casos, la función financiera participa en actividades como la identificación, reporte, análisis de impactos y monitorización de niveles de riesgo (9).

4. La comunicación con inversores y analistas

La comunicación de la estrategia y del desempeño financiero de la compañía hacia los mercados de capitales ha venido ocupando una parte mayor del trabajo del director financiero de una compañía cotizada, hasta alcanzar cerca de un 30% de su tiempo en algunos casos (10).

En la mayoría de las compañías, existe una función específica de relación con inversores (*investor relations* en su acepción inglesa), específicamente dedicada a mantener un contacto directo con los analistas e inversores.

En los últimos años y a raíz, otra vez, de algunos escándalos donde los bancos de inversión habían utilizado de forma poco ética a los analistas de sus firmas de bolsa como herramientas de venta para conseguir mandatos de asesoramiento en procesos de fusiones o adquisiciones, se ha creado una estricta separación dentro de los bancos, las llamadas murallas chinas, entre las divisiones de banca de inversión y de análisis bursátil.

A medida que las compañías transforman sus modelos de negocio, una correcta comunicación con los analistas e inversores puede determinar el éxito o el fracaso de una operación corporativa o influir significativamente en la valoración de una compañía. Un caso de estudio reciente en

España es la salida a bolsa de Cintra, en la que la compañía consiguió *educar* al mercado en una determinada manera de valorar la compañía, abandonando por completo algunos ratios convencionales como el ratio de precio por beneficios, a favor de una actualización de los flujos futuros de caja a largo plazo de las distintas concesiones.

En la medida en que buena parte de los movimientos del mercado bursátil a corto plazo se basan en la gestión de las expectativas de los agentes del mercado sobre los beneficios de la compañía, una adecuada comunicación de las noticias positivas y negativas que puedan afectar a la marcha del negocio resulta clave.

En este sentido, la comunicación de objetivos de crecimiento en ventas y resultados trimestrales o anuales se convirtió en el pasado en un elemento clave (11). Aunque no existe un consenso científico ni empírico al respecto, el establecimiento de determinados objetivos para determinados parámetros hace que la comunicación con el mercado se centre en demasía en la consecución de dichos objetivos que pueden no ser los indicadores clave o al menos los únicos indicadores clave en los que centrar la comunicación de la compañía (12). En nuestro caso, en Abengoa, una compañía en crecimiento constante y con negocios innovadores decidimos no dar *guidance* para evitar centrar la comunicación en el desempeño a corto plazo.

La función de relación con inversores no se limita únicamente a los mercados de acciones, sino que asume un papel activo en la interacción con los mercados de capitales, en especial en aquellas compañías que tienen instrumentos de deuda con calificación crediticia (*rating*) por parte de agencias de crédito independientes, cuyos títulos de deuda cotizan también en mercados más o menos organizados.

En la reciente crisis financiera de agosto de 2007 hemos podido comprobar cómo las noticias sobre el potencial impacto de las hipotecas de alto riesgo (*subprime*) en entidades financieras en Europa han tenido un efecto inmediato sobre el valor de su deuda, aumentando significativamente el coste de financiación de dichas entidades.

5. La competencia de los nuevos actores: el capital privado y los inversores activistas

La aparición de los fondos de capital privado ha supuesto una nueva referencia competitiva para muchas compañías y sus responsables financieros.

De un lado, como competidores en procesos de adquisición de activos, donde los fondos de capital privado han disfrutado de un período de inusitada liquidez, consiguiendo en muchos casos, condiciones más agresivas de financiación por parte de las entidades financieras.

Por otro lado, la necesidad de establecer una situación adecuada que les permita evitar ser objetivo de adquisición en el caso de compañías cotizadas que no tienen un accionista de control o un núcleo duro de accionistas.

La justificación de la aparición y éxito de los fondos de capital privado se basa en una serie de factores más o menos discutibles como:

- La mayor capacidad para tomar decisiones que pueden ser vistas como traumáticas respecto a los propietarios tradicionales de un negocio.

- El establecimiento de objetivos claros y agresivos, con los que el nuevo equipo directivo se encuentra claramente alineado.

- La necesidad de no atender a las demandas de una compañía cotizada en cuanto a requerimientos legales e información, de forma que la dirección puede centrarse en los aspectos realmente esenciales para el negocio.

- La capacidad de tomar decisiones, como compañías privadas, que no están sujetas a la reacción a corto plazo del mercado.

El entorno de alta liquidez de los últimos años ha permitido a los fondos de capital privado disfrutar de condiciones cada vez más laxas y, por ende, un aumento significativo de las operaciones de compra apalancadas. En este sentido, en los últimos años han predominado las operaciones más favorables al prestatario, como las operaciones *ligeras de obligaciones (covenant light)*, la ausencia de cláusulas de mercado y cambio material adverso (13). Está por ver el impacto de la crisis de liquidez del verano en este tipo de operaciones, pero aunque es previsible que las condiciones se endurezcan los fondos de capital privado seguirán jugando un papel importante en los procesos de compras y fusiones en los próximos años.

En los procesos de adquisición por fondos de capital privado, la dirección financiera juega un papel clave en la implementación de las medidas establecidas por el nuevo equipo gestor. Asimismo, aunque en los casos de compañías públicas que dejan de serlo desaparece la labor de comunicación con el mercado bursátil, se mantiene la necesidad de una comunicación a veces más activa e incisiva con el nuevo accionista, en la medida en que los gestores del capital privado toman una participación más activa que la que puedan tomar los accionistas institucionales.

Otro fenómeno que ha venido cobrando importancia en los últimos años es el de los accionistas activistas (*activist shareholders*). Se trata de inversores institucionales que cuestionan en las juntas generales o a través de comunicados públicos determinadas decisiones del equipo directivo; la intervención del fondo británico The Children's Investment Fund en el proceso de venta del banco holandés ABN Amro, enviando una carta al presidente del consejo de administración solicitando que se procediera a la separación del banco y su venta fue un apoyo inestimable para la oferta, finalmente triunfadora, del consorcio RBS-Fortis-Santander (14).

6. Los nuevos instrumentos de financiación

La creciente sofisticación de los actores de los mercados financieros ha permitido el desarrollo de instrumentos de financiación más complejos y adaptados a las necesidades de las compañías.

Desde el punto de vista de la dirección financiera, la disponibilidad de un abanico mayor de opciones para financiar las actividades de la compañía supone un nuevo elemento competitivo, que ha llegado a tener un efecto clave en el éxito de determinados procesos empresariales.

Un caso paradigmático es el de la expansión de las compañías constructoras españolas, que han experimentado un proceso de inusitado crecimiento, basado en parte en el éxito de sus actividades en España, pero también en la creciente utilización de esquemas de financiación sin recurso. Estos productos de financiación cuya capacidad de repago se basa exclusivamente en los activos y capacidad de generación futura de caja de la compañía vehículo creada al efecto para el desarrollo de la actividad.

La financiación sin recurso que comenzó siendo utilizada para la financiación de infraestructuras o proyectos con un elevado volumen de inversión, flujos estables y predecibles en el tiempo, ha pasado a ser utilizada de manera mucho más habitual en procesos de adquisición de compañías, incluso en la adquisición de paquetes significativos de acciones de compañías cotizadas.

Este tipo de financiación ha permitido operaciones como la compra de un paquete de control por parte de ACS en Unión Fenosa, de Acciona en Endesa, de Sacyr en Repsol o la compra del mayor operador de aeropuertos del mundo, la británica BAA por parte de Ferrovial.

Este proceso ha sido especialmente intenso en un entorno de liquidez como el vivido en los últimos años en los mercados financieros internacio-

nales; la crisis de agosto tendrá sin duda un efecto a la hora de endurecer las condiciones de determinadas operaciones de financiación; sin embargo, el mejor análisis e identificación de riesgos que se lleva a cabo en estas operaciones puede hacer que se vean afectadas en menor medida que las operaciones más convencionales o corporativas.

Otros instrumentos que han experimentado un auge significativo, si bien no tan extendido, y han dotado a las compañías de un grado mayor de flexibilidad son los denominados instrumentos híbridos, que toman su denominación de su mezcla de condiciones de pasivo exigible (deuda) y pasivo no exigible (fondos propios); desde un punto de vista jurídico pueden ser instrumentos de deuda subordinados a la deuda de primer rango del emisor, convertibles o no en acciones, o configurarse como acciones, que en la legislación española se han llamado preferentes, pues tienen un derecho a percibir una rentabilidad predeterminada por delante de las acciones ordinarias de la compañía.

Es de prever que en un entorno de incertidumbre como el actual en los mercados de crédito, pero en el que los mercados de acciones no se han visto tan afectados, se produzca un aumento del volumen de este tipo de operaciones.

Este ha sido el caso de la emisión de obligaciones convertibles (obligatoriamente) en acciones del Banco Santander por un importe de 7.500 millones de euros para la financiación de la adquisición de ABN. □

NOTAS

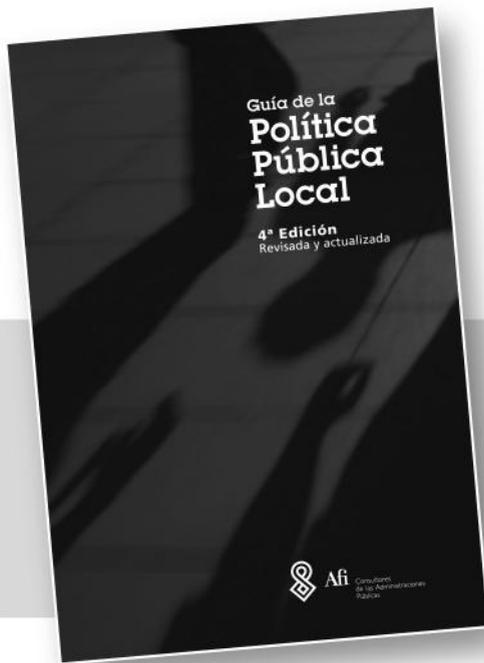
- (1) Deloitte: *Four Faces of the CFO*, www.deloitte.com.
- (2) Booz Allen Hamilton: *The New CFO Agenda, Setting the Pace for Value Generation*.
- (3) Hope, J. (2006): *Reinventing the CFO How financial managers can transform their roles and add greater value*, Harvard Business School Press.
- (4) Treadway, M.; Rogers, S.; Lin, S. y Stewart, S. (2005): *The Agile CFO, Acting on Business Insight 8*, IBM Business Consulting Services.
- (5) Bramante, J.; Pillen, G. y Simpson, D. (2003): «CFO Survey: Current State and Future Direction», IBM Consulting Services.
- (6) Treadway, M.; Rogers, S.; Lin, S. y Stewart, S. (2005): *The Agile CFO, Acting on Business Insight*, IBM Business Consulting Services.
- (7) Hope, J. (2006): *Reinventing the CFO, How financial managers can transform their roles and add greater value*, págs. 180-181, Harvard Business School Press.
- (8) Rappeport, A. (2007): «How to Fight Fraud: Know Thyself», *CFO Magazine*, octubre 2007.

- (9) Treadway, M.; Rogers, S.; Lin, S. y Stewart, S. (2005): *The Agile CFO, Acting on Business Insight*, IBM Business Consulting Services.
- (10) Rana, E. (2007): «The Credibility Gap», *CFO Magazine*, julio.
- (11) Shaw, H. (2006): «The End of Guidance», *CFO Magazine*, marzo.
- (12) Koller, T. y Rajan, S. J. (McKinsey & Co) (2006): «Why Earnings Guidance Can Be Bad for Corporate Health», *CFO Magazine*, abril.
- (13) Hahn, A. L. (2007): «Only the Strong Shall Thrive», *CFO Magazine*, octubre.
- (14) Katz, D. M. (2007): «Hedge fund bullies, How activist fund managers are shaking up underperforming companies», *CFO Europe Magazine*, junio.

RESUMEN

El artículo analiza el proceso de cambio de la función del director financiero en el contexto de la globalización y entorno competitivo y como respuesta a los escándalos financieros de la primera mitad del siglo XXI en empresas. Se estudia el nuevo reto de la función financiera y su papel como aliado de la dirección en el marco de la creciente complejidad de los mercados.

Palabras clave: Director financiero, Función financiera, Control y gestión, Análisis y medición de riesgos, Resultados, Comunicación, Analistas, Inversores, Nuevos instrumentos de financiación.



GUÍA DE LA POLÍTICA PÚBLICA LOCAL

4ª EDICIÓN

AUTOR: Consultores de las Administraciones Públicas

EDITOR: Ediciones Empresa Global (Escuela de Finanzas Aplicadas)

COLECCIÓN: Biblioteca de Gestión Pública

PÁGINAS: 376

ISBN: 978-84-89378-54-4/84-89378-54-1

PRECIO: 30 euros (4% IVA incluido)

DISTRIBUIDO POR:
Thomson-Aranzadi
/ Logista

A la venta en
las principales
librerías

El propósito de esta *Guía de la Política Pública Local*, ya en su cuarta edición, no es otro que servir de aportación al conocimiento de un sector que se encuentra inmerso en un proceso de modernización y de redimensionamiento. La guía se concibe como un texto de consulta para el gestor público, para el político local o incluso el profesional que interactúa con la Administración.

Los temas tratados cubren entre otros la gestión presupuestaria y financiera, el control interno y externo, los recursos humanos y la organización, el desarrollo territorial y el urbanismo, el régimen jurídico local, la contratación pública o las vías de prestación de los servicios locales.

La totalidad de los textos son obra de profesionales que desarrollan su carrera en Consultores de Administraciones Públicas, empresa de Afi (Analistas Financieros Internacionales) especializada en el asesoramiento y la consultoría sobre y para las Administraciones Públicas, con el objetivo de apoyarlas en su proceso de racionalización y modernización, así como en el desarrollo del análisis económico y financiero del sector público y de la economía territorial en España. Por consiguiente, los conocimientos que se vierten en esta obra provienen en muchas ocasiones de la experiencia de proyectos de consultoría con clientes locales y autonómicos, a quienes hay que agradecer la confianza depositada en estos últimos doce años.



LA EDITORIAL

Ediciones Empresa Global, fundada en el año 2000, orienta sus publicaciones hacia el campo de la economía y las finanzas. Además de sus manuales, dirigidos al público profesional y universitario, edita en la actualidad tres publicaciones periódicas: *Análisis Local* (Administraciones públicas), *Análisis Financiero Internacional* (economía y finanzas) y *Empresa Global* (internacionalización de la empresa).

Ediciones Empresa Global (Afi)

C/ España 19, 28010 Madrid | Tel. 91 520 01 66 | Fax. 91 520 01 49

www.afi.es | e-mail: ediciones@afi.es

Hacia un mercado único de acciones

1. Introducción

Las dos últimas décadas, desde mediados de los ochenta hasta la actualidad, han representado el período más interesante de la historia moderna desde la perspectiva de la internacionalización de la actividad económica y financiera. En ese período se ha producido una aceleración espectacular del proceso de integración financiera internacional, entendida en una doble dimensión complementaria: el fuerte incremento de los flujos económicos y financieros internacionales, y el grado de homogeneidad (correlación, en sentido estadístico) de los precios de los activos financieros en los diferentes países.

Pero al mismo tiempo, y es aquí donde reside la paradoja de la integración financiera, ese mismo período ha estado plagado de episodios de crisis financieras que, independientemente de su localización inicial en algún país o área geográfica o en algún segmento determinado de los mercados financieros (divisas, renta fija o variable), ha puesto en marcha un proceso de contagio arrastrando, en mayor o menor medida, hacia algún tipo de crisis financiera global, lo que, en último término, hace que los beneficios derivados de una mayor diversificación internacional se reduzcan o, incluso, se desvanezcan.

En este contexto, el artículo recoge algunas reflexiones relacionadas con la integración internacional de las bolsas de acciones, tanto en general como más particularmente desde una perspectiva europea, que no es ajena al hecho de que el mercado único europeo de valores se desenvuelve bajo un nuevo marco de actuación desde el 1 de noviembre de 2007, una vez que han entrado en vigor de forma efectiva la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (conocida en el argot del sector como MiFID, por sus siglas en inglés), y las disposiciones de ámbito europeo que la desarrollan (1).

Esta reciente novedad puede tener implicaciones muy importantes sobre la futura configuración de los mercados de acciones en Europa que, hoy por hoy, sólo podemos intuir muy vagamente, entre otras razones porque hay que comprobar el alcance de las dos plataformas alternativas de negociación a las bolsas de acciones que dicha directiva incorpora:

1) Los *sistemas de negociación multilateral* (SMN, o MTF por sus siglas en inglés): sistemas multilaterales, operados por una empresa de servicios de inversión o por un gestor del mercado,

Ángel Berges
Francisco J. Valero
*Catedráticos de la UAM.
Socios de Analistas Financieros Internacionales*

que permiten reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos de compraventa (2).

2) Los *internalizadores sistemáticos*: empresas de servicios de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocian por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN.

En cualquier caso, no es objeto de este artículo ocuparnos de las características institucionales del mercado único de acciones que se derivan de la normativa que acabamos de analizar, como tampoco de las estrategias que están siguiendo las bolsas para adaptarse al nuevo entorno competitivo que supone el desarrollo de dicho mercado único. Sobre este último tema se han publicado recientemente en España, de forma casi simultánea, dos referencias de gran interés: Baena (2007) y García-Vaquero (2007).

2. Integración internacional de mercados financieros

Sin menoscabo de los flujos de inversión extranjera directa, los dos grandes protagonistas del proceso de internacionalización de los mercados financieros han sido, por un lado, los flujos de inversión de cartera y, por otro, el proceso de internacionalización de la actividad de las entidades bancarias. La correspondiente desnaturalización de las barreras reguladoras, junto a las tensiones innovadoras presentes desde hace tiempo en este sector, acabarán determinando un espacio financiero cada día más homogéneo y de más difícil control por los gobiernos.

La confrontación entre las pretensiones de las autoridades económicas por extender el ámbito bajo su control mediante regulaciones de la actividad de los agentes económicos y la de éstos por escapar a cualquier clase de restricciones es una constante histórica. La particularización de esa confrontación en la escena financiera se ha saldado, al menos hasta el momento, con un manifiesto triunfo de los segundos, cuya muestra más palpable no sólo es la amplitud de la liberalización hoy existente, sino la extensión alcanzada por la capacidad de innovación financiera que ha dominado la transformación de los sistemas financieros nacionales durante las dos últimas décadas.

Esa dinámica de innovación ha encontrado en el rápido desarrollo de la tecnología de la infor-

mación y las comunicaciones, y en su consiguiente abaratamiento, un apoyo esencial, que ha propiciado la difusión de las innovaciones, su aplicación en diversos ámbitos de la actividad financiera y, desde luego, la creciente integración internacional de los mercados.

Una *red global* mantiene conectados a los operadores en los mercados financieros en todo el mundo, pendientes de cualquier señal informativa relevante que pueda alterar sus expectativas sobre la rentabilidad de sus inversiones. Sin el aumento en la capacidad y rapidez de procesamiento de la información y la facilidad para modelizar complejas transacciones financieras a través de programas no por complejos menos estandarizados, la difusión de las innovaciones no dispondría del alcance que actualmente posee, manteniéndose como meros ensayos académicos.

En realidad, la manifestación de riesgos más intensos, la más acusada volatilidad de los precios financieros, es una consecuencia de esas mayores facilidades y rapidez en la disposición de información que permite conocer en tiempo real los episodios más relevantes en la formación del precio de un activo financiero y, por qué no decirlo, transmitir también información menos relevante que puede tener efectos no menos perturbadores.

Si el mercado de divisas es el exponente básico, por definición, de la profundidad de los mercados financieros internacionales —en la medida en que la compra-venta de divisas está presente en todo flujo, financiero o comercial, que tenga lugar entre países, o al menos entre áreas monetarias—, lo cierto es que otra característica que define al intenso proceso de globalización e integración financiera internacional de la última década es el creciente protagonismo alcanzado por los diferentes mercados de valores (renta fija, renta variable, derivados, etc.), así como la cada vez más intensa integración entre los mismos.

A ese creciente papel de los mercados de valores en las finanzas internacionales ha contribuido de forma especialmente intensa el fenómeno que se ha venido en denominar la *institucionalización de la inversión financiera*, especialmente durante la década de los noventa. Así, podríamos afirmar que, si en las décadas de los setenta-ochenta los flujos financieros internacionales tuvieron al sistema bancario como principal protagonista, durante los noventa han sido grandes inversores institucionales los principales movilizadores de esos flujos transfronterizos.

El desarrollo experimentado por los sistemas financieros de la mayoría de países —entre ellos España, como luego veremos—, el fuerte creci-

miento en el volumen e importancia relativa de sus mercados de valores, y la vinculación internacional de los mismos, han estado estrechamente asociados a la modificación en la composición de la naturaleza de los inversores. La presencia creciente de los agentes no residentes y la de *inversores institucionales* son los exponentes más destacables al respecto, sin los cuales es difícil entender el alcance de algunas de las transformaciones operadas en la escena financiera internacional, en los mercados primarios y secundarios, y en las técnicas de gestión de carteras.

Bajo la denominación de *inversores institucionales* se agrupan un conjunto de agentes financieros no estrictamente bancarios, diversos en su comportamiento y regulación, que incorporan desde compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones, sujetos a una estricta regulación, hasta los denominados *hedge funds*, de naturaleza más directamente especulativa. Su denominador común es que operan en los mercados gestionando recursos de inversores particulares, actuando teóricamente por delegación, que no significa que siempre estén condicionados por instrucciones de los que han aportado los fondos que gestionan. Los responsables de la gestión de esos fondos disponen de una capacidad de asignación de recursos financieros cada día más importante, cuyo objetivo fundamental es obtener la mejor rentabilidad para sus clientes, sin menoscabo de que procuren hacerlo compatibles con otros objetivos propios.

El desarrollo por países sigue destacando a los de habla inglesa, allí donde el sistema bancario ha ocupado un menor protagonismo o, lo que es equivalente, donde los mercados de capitales han dispuesto de un mayor grado de desarrollo. En estos países, el volumen de activos de los inversores institucionales ha superado ampliamente el total de los activos bancarios. Con todo, el crecimiento durante los últimos años de las modalidades de inversión colectiva, incluyendo entre ella los fondos de pensiones, ha sido un rasgo común a todos los países industrializados, sacrificando la correspondiente expresión de los depósitos bancarios; España tampoco ha sido una excepción en esta tendencia.

No parecen existir dudas en cuanto al favorable efecto que la inversión institucional ha tenido sobre los mercados de valores, poniendo en marcha un *círculo virtuoso* en el que las mayores profundidad, liquidez y apertura exterior de los mercados atrae más inversión institucional, la cual a su vez realimenta esos atributos de los mercados.

CUADRO 1
RENTABILIDADES MEDIAS HISTÓRICAS, SIGLO XX
(Ajustadas por la inflación)

	Acciones (%)	Bonos (%)
Estados Unidos	6,7	1,6
Japón	4,6	-1,6
Reino Unido	5,8	1,3
Alemania	3,6	-2,2
Francia	3,9	-1,0
España	4,5	1,2

Fuente: Dimson, Marsh, Staunton (2001).

Como muestra de la importancia alcanzada por los mercados de valores en el mundo, cabe decir que actualmente existen más de un centenar de países con mercados bursátiles, con una capitalización agregada de unos 100 billones de dólares, es decir, una cifra que supera ampliamente al PIB agregado mundial, cuando hace diez años la capitalización bursátil mundial apenas suponía un 50% del PIB agregado.

No sorprende constatar que Estados Unidos domina claramente el mapa bursátil mundial: la capitalización de los diferentes mercados de ese país representa casi la mitad del total mundial.

La renta variable ofrece, en un horizonte temporal a largo plazo, mejores expectativas de rentabilidad que otros instrumentos financieros (ver el cuadro 1), así como las mejores oportunidades de diversificación internacional, como más adelante comprobaremos.

3. La perspectiva española en un contexto europeo

Los mercados de valores españoles, entre ellos las bolsas, han experimentado una importante transformación cualitativa, a partir de la Ley del mercado de valores de 1988, pero también un crecimiento espectacular en su volumen de negocio, como se analiza desde una perspectiva temporal dilatada, al menos los últimos veinte años, en Ontiveros y Valero (2006).

Este apartado del artículo se centra en uno de los principales desarrollos cualitativos de los mercados de valores españoles que no puede dissociarse del crecimiento registrado en su actividad, cual es su creciente apertura al exterior. A su vez, esta progresiva internacionalización del mercado ha afectado de forma muy significativa al comportamiento de los inversores.

En ningún caso se pretende agotar con este apartado el análisis de todos los elementos de cambio experimentados por los mercados españoles en el período estudiado (3).

3.1. Apertura exterior del mercado de valores

Al igual que ha ocurrido en los países más avanzados en los que, como comentábamos en el apartado anterior, los mercados de valores han tomado el relevo a los sistemas bancarios como principal exponente de desarrollo financiero e integración internacional, en España se ha producido también durante las dos últimas décadas un desarrollo sin precedente en los mercados de valores, tanto en su consideración puramente interna, como en la de su apertura al exterior.

Esa activa participación de los mercados de valores en el proceso de globalización ha permitido, al mismo tiempo, *importar* los cambios estructurales favorables a los mercados de valores en general —y especialmente a los de renta variable— que se han venido desplegando con gran intensidad en los países más desarrollados financieramente. Entre dichos cambios estructurales cabe destacar:

- Una creciente importancia de las fórmulas de inversión colectiva como destino preferente del ahorro de las familias, con las consiguientes implicaciones en términos de una mayor presencia de inversores institucionales en los mercados de valores.

- Un entorno financiero —reducidas tasas de inflación y tipos de interés, reducción de los desequilibrios presupuestarios— mucho más estable, y favorable a un mayor peso del sector privado como motor del crecimiento económico.

- Una consecuente reducción de las primas por riesgo exigidas a la renta variable frente a alternativas de inversión con menor riesgo.

- Una creciente predisposición de las empresas a aceptar la creación de valor para sus accionistas como principal objetivo de la gestión.

- Los extraordinarios avances en las comunicaciones, que han permitido que la información relevante para la valoración de los activos financieros fluya mucho más rápidamente entre diferentes países y mercados, contribuyendo de forma irreversible a una creciente integración internacional de los mercados de valores.

Fruto de la confluencia de un marco institucional liberalizador y un entorno global innovador y favorable a los mercados de valores ha sido un desarrollo espectacular del mercado español de capitales, especialmente en su segmento de renta variable, alcanzando unos niveles de liquidez, pro-

fundidad y eficiencia asimilables a los de los países más avanzados.

Ese intenso desarrollo relativo del mercado español de capitales, hasta prácticamente converger en sus características estructurales —profundidad y liquidez— con los de los países tradicionalmente considerados financieramente más avanzados, ha tenido probablemente un doble sentido de causa-efecto con el no menos intenso proceso de internacionalización del mercado español, cuyo exponente más representativo es el peso de la inversión extranjera sobre la operativa total del mercado.

El fuerte crecimiento de la operativa extranjera en el mercado español en términos absolutos —multiplicándose por veinte a lo largo de la década de los noventa— se ha traducido en un incremento de la cuota que sobre la operativa total del mercado tiene la inversión extranjera. El promedio entre compras y ventas por extranjeros ha representado en el 2005 un 64% de volumen total de contratación en bolsa, frente a un 40% que representaba al inicio de la década de los noventa.

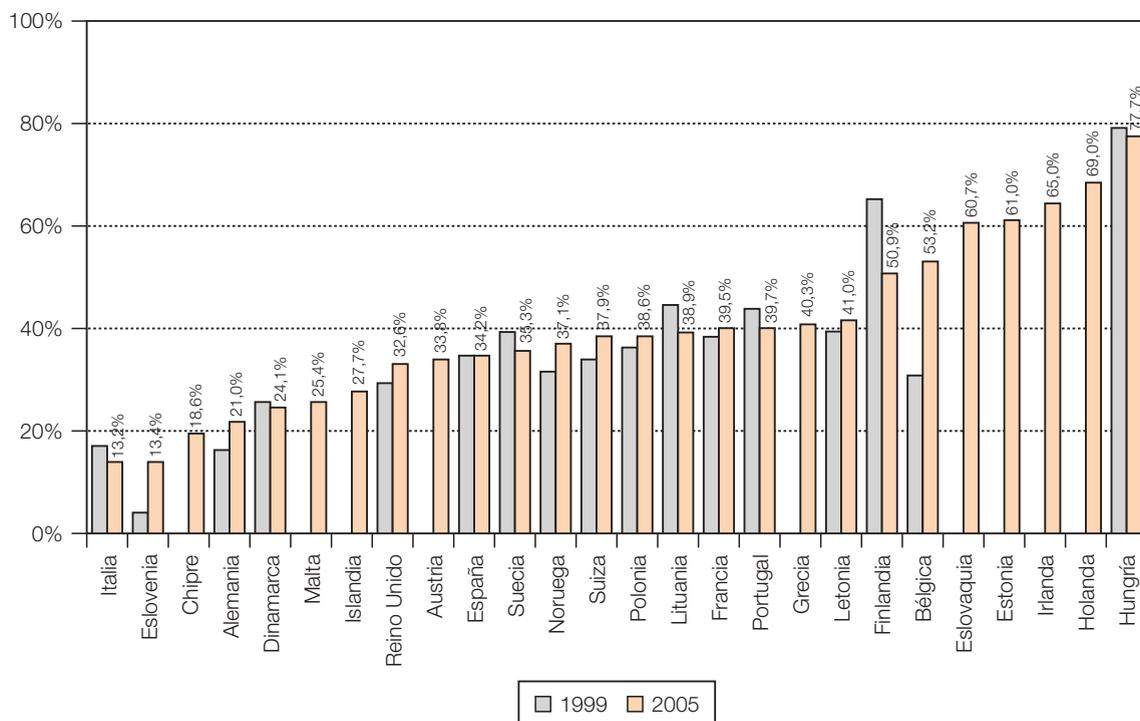
Esa creciente presencia de inversión extranjera en el mercado español de capitales viene ejerciendo, sin lugar a dudas, un favorable efecto autoalimentador (*círculo virtuoso*) con el mencionado desarrollo en términos de profundidad y liquidez: éstas otorgan un mayor atractivo al mercado español —que se añade al derivado de la convergencia en los parámetros fundamentales de valoración, como son los tipos de interés y los beneficios empresariales— desde la perspectiva de la inversión extranjera, canalizada mayoritariamente vía inversión institucional, para la que profundidad y liquidez son atributos imprescindibles. Pero, a su vez, esa creciente presencia de inversión extranjera, con modalidades de gestión muy activas —con fuerte rotación de sus carteras, de ahí que su peso en la contratación sea muy superior al que representa en la capitalización, véase el cuadro 2— contribuye a incrementar notablemente la liquidez del mercado.

CUADRO 2
INTERNACIONALIZACIÓN DEL MERCADO
ESPAÑOL DE ACCIONES

	2005 (%)	1990 (%)
Peso de la inversión extranjera sobre:		
Contratación	64	40
Capitalización	35	15

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

GRÁFICO 1
INVERSORES NO RESIDENTES (1999-2005). TENENCIA DE ACCIONES COTIZADAS POR BOLSAS
(En porcentaje)



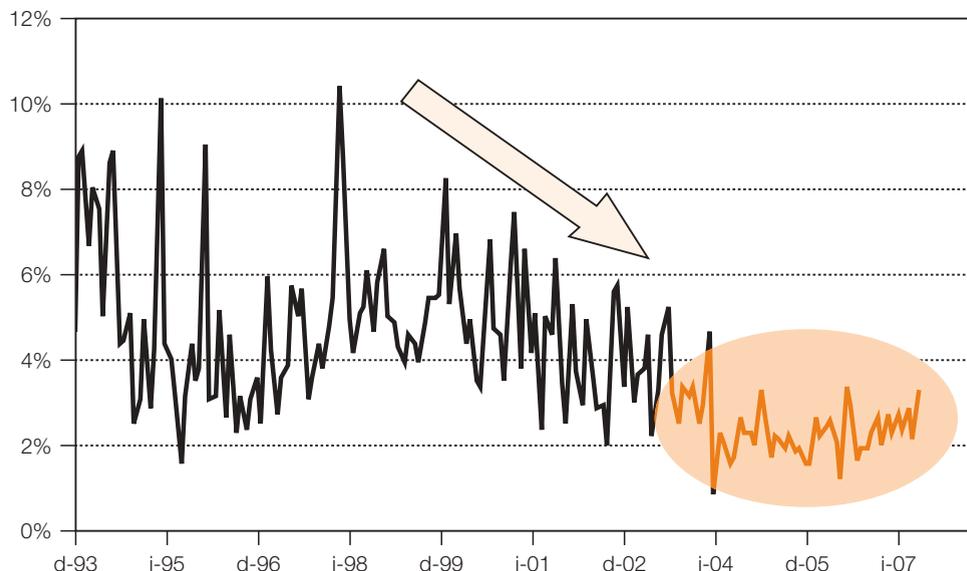
Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Podemos estimar que a mediados de la presente década los extranjeros poseían acciones en España por algo más del 35% de la capitalización del mercado, frente al escaso 15% que poseían al inicio de la década de los noventa. La comparación del primer porcentaje con los equivalentes de otros países europeos que muestra el gráfico 1, permite observar que nuestro país tiene una participación de inversores no residentes superior a la de los otros grandes países europeos, a excepción de Francia, con independencia de que se sitúe por debajo de la media simple de los países analizados, buena parte de los cuales se han incorporado en épocas muy recientes a una economía de libre mercado.

Esa importante y creciente presencia de inversores extranjeros en nuestro mercado de capitales ha debido actuar, sin lugar a dudas, como el más efectivo mecanismo de integración internacional de dicho mercado, entendiendo ésta como el grado en que los procesos de formación de los precios son comunes entre unos y otros merca-

dos, frente a la segmentación que supondría el que cada uno tuviese ofertas y demandas aisladas de las influencias del resto. La elevada integración internacional del mercado español de capitales se pone de manifiesto si se analizan las correlaciones entre los movimientos de los precios de las acciones en el mercado español y los de los mercados considerados más desarrollados y eficientes. Dichas correlaciones, para los últimos cinco años, han sido de 0,58 con el mercado estadounidense, 0,68 con el británico y 0,74 con el alemán. Dichas correlaciones están absolutamente en línea con las que presentan los tres principales mercados entre sí (el mercado estadounidense tiene una correlación de 0,60 con el alemán y 0,62 con el británico, y estos dos entre sí un 0,67), por lo que puede afirmarse la plena integración internacional del mercado español de capitales, y con ella la extensión a éste de los atributos fundamentales —eficiencia y equilibrio— que históricamente se asumía eran propiedad exclusiva de los dos o tres principales mercados del mundo.

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN DE LA DISPERSIÓN ENTRE LOS RENDIMIENTOS MENSUALES
DE LAS BOLSAS EUROPEAS



Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

En los distintos paneles del cuadro 3 se recoge la evolución de los coeficientes de correlación entre los principales mercados europeos, los que se mencionan en el panel final de la misma, lo que, de paso, nos permite comprobar en qué medida el mercado único europeo de acciones se va haciendo una realidad efectiva. Una forma alternativa de expresar esta tendencia integradora entre las bolsas europeas la proporciona el gráfico 2, en el que se observa claramente cómo la dispersión entre los rendimientos mensuales del conjunto de bolsas analizadas muestra en los últimos tiempos una clara tendencia decreciente.

3.2. Internacionalización: implicaciones para la gestión de carteras

De forma simétrica a esa creciente presencia de inversión extranjera en los mercados de valores españoles, el proceso de apertura financiera al exterior ha operado también en la dirección inversa, es decir, mediante la inversión por inversores españoles en mercados de valores extranjeros. Esas inversiones de cartera en el exterior se han realizado mediante dos modalidades alternativas: bien mediante compra directa de valores cotizados, o mediante la suscripción de partici-

paciones en fondos de inversión internacionales, fórmula esta que ha tenido un reciente, pero espectacular, despegue en los últimos años de la década de los noventa.

Nuestras propias estimaciones en el seno de un proyecto de investigación para la Bolsa de Madrid (2000) nos permiten extrapolar que las inversiones en valores internacionales, que apenas representaban un 5% de la cartera de valores de los inversores españoles a mediados de los noventa, han registrado un incremento espectacular en la segunda mitad, alcanzando entre un 20 y 25% del total de la cartera de valores al cierre de la década. Está claro, por tanto, que los inversores españoles se han sumado a la tendencia globalizadora, mediante la diversificación internacional de sus inversiones.

En este sentido, conviene recordar, en el contexto de la teoría de carteras, que a través de la diversificación en diferentes títulos dentro de un mercado nacional podemos llegar a eliminar el riesgo no sistemático resultante de la diferente marcha de las empresas y sectores, pero no podemos eliminar el riesgo sistemático debido a la marcha general de la economía. La regla de distribución de activos con un componente de diversificación internacional se basa en el hecho

CUADRO 3
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ENTRE BOLSAS EUROPEAS

A. Coeficientes de correlación en el período 1993/2000
(en porcentajes)

	UKX	DAX	CAC	IBEX	SMI	MIB30	BVLX	ISEQ	AEX	KFX	HEX	OMX	ATX	ASE	WIG
UKX	100														
DAX	65	100													
CAC	69	79	100												
IBEX	65	65	70	100											
SMI	67	61	65	63	100										
MIB30	45	60	63	64	40	100									
BVLX	46	58	66	69	53	62	100								
ISEQ	67	51	52	63	58	38	45	100							
AEX	73	83	80	72	73	61	61	63	100						
KFX	54	62	57	61	56	59	50	53	62	100					
HEX	51	60	57	57	39	52	50	52	64	41	100				
OMX	57	72	72	73	54	56	62	44	73	47	75	100			
ATX	67	67	58	55	59	46	55	51	72	57	47	55	100		
ASE	33	32	38	40	29	33	45	29	31	36	26	29	41	100	
WIG	28	22	21	36	25	23	33	33	25	21	40	38	31	12	100

B. Coeficientes de correlación en el período 2000/2007
(en porcentajes)

	UKX	DAX	CAC	IBEX	SMI	MIB30	BVLX	ISEQ	AEX	KFX	HEX	OMX	ATX	ASE	WIG
UKX	100														
DAX	88	100													
CAC	90	95	100												
IBEX	83	85	85	100											
SMI	80	85	85	76	100										
MIB30	86	86	90	84	75	100									
BVLX	66	68	74	71	62	71	100								
ISEQ	71	76	76	74	73	69	62	100							
AEX	87	94	94	83	87	85	67	75	100						
KFX	67	73	73	67	69	66	63	67	73	100					
HEX	62	62	72	56	53	65	54	46	63	53	100				
OMX	82	87	89	83	78	83	70	73	85	76	72	100			
ATX	52	53	51	51	55	53	40	54	56	48	20	48	100		
ASE	64	70	68	67	67	64	49	54	68	48	51	62	49	100	
WIG	60	52	58	55	56	50	47	43	57	51	51	49	34	59	100

C. Coeficientes de correlación: diferencial (B-A)
(en porcentajes)

	UKX	DAX	CAC	IBEX	SMI	MIB30	BVLX	ISEQ	AEX	KFX	HEX	OMX	ATX	ASE
UKX														
DAX	23													
CAC	21	16												
IBEX	19	20	15											
SMI	12	25	20	12										
MIB30	41	26	27	20	35									
BVLX	20	11	8	2	9	9								
ISEQ	4	26	24	11	15	30	16							
AEX	14	11	14	10	14	24	6	12						
KFX	13	11	16	6	13	7	13	14	11					
HEX	11	2	15	0	15	13	4	-6	-1	12				
OMX	26	15	16	10	24	28	7	29	12	29	-3			
ATX	-15	-14	-7	-4	-4	6	-16	3	-16	-9	-27	-7		
ASE	31	39	30	27	38	32	4	24	37	12	25	33	9	
WIG	32	31	37	19	31	26	13	10	31	30	12	12	4	47

CUADRO 3 (continuación)
COEFICIENTES DE CORRELACIÓN ENTRE BOLSAS EUROPEAS

D. Bolsas europeas e índices objeto análisis		
Código Bloomberg	Nombre	País
UKX Index	FTSE 100 INDEX	Reino Unido
DAX Index	DAX INDEX	Alemania
CAC Index	CAC 40 INDEX	Francia
IBEX Index	IBEX 35 INDEX	España
SMI Index	SWISS MARKET INDEX	Suiza
MIB30 Index	MILAN MIB30 INDEX	Italia
BVLX Index	PSI GENERAL INDEX	Portugal
ISEQ Index	IRISH OVERALL INDEX	Irlanda
AEX Index	AMSTERDAM EXCHANGES INDEX	Holanda
KFX Index	OMX COPENHAGEN 20 INDEX	Dinamarca
HEX Index	OMX HELSINKI INDEX	Finlandia
OMX Index	OMX STOCKHOLM 30 INDEX	Suecia
ATX Index	AUSTRIAN TRADED ATX INDEX	Austria
ASE Index	ASE GENERAL INDEX	Grecia
WIG Index	WSE WIG INDEX	Polonia

Fuente: Analistas Financieros Internacionales.

de que los rendimientos y la variabilidad de los activos no están perfectamente correlacionados en ese ámbito, por lo que una cartera con activos internacionales podría alcanzar una menor volatilidad de los rendimientos sin tener que sacrificar para ello la rentabilidad global obtenida. Esto significa que diversificando la cartera internacionalmente se pueden llegar a obtener mejoras en el binomio rentabilidad-riesgo debido a que las bolsas internacionales no mantienen una correlación perfecta entre sí.

El objetivo de la diversificación internacional es reducir el efecto de los factores que determinan el riesgo sistemático, intentando que se conviertan en riesgo no sistemático, y por lo tanto, susceptible de diversificación. La ventaja vendría pues de la transformación del riesgo sistemático nacional en riesgo no sistemático internacional.

Sin embargo, los beneficios resultantes de la diversificación internacional se van reduciendo. Por un lado, dependen del tipo de activo considerado y del grado de integración existente en los mercados financieros. En este sentido, hay que reconocer que el proceso de globalización y consiguiente integración de los mercados financieros conlleva un aumento de la correlación entre las rentabilidades de los diferentes activos internacionales, como acabamos de mostrar dentro de un ámbito exclusivamente europeo.

Por otro lado, existe evidencia empírica de que los movimientos de mercado bajista van más en paralelo que los movimientos alcistas. Un incremento

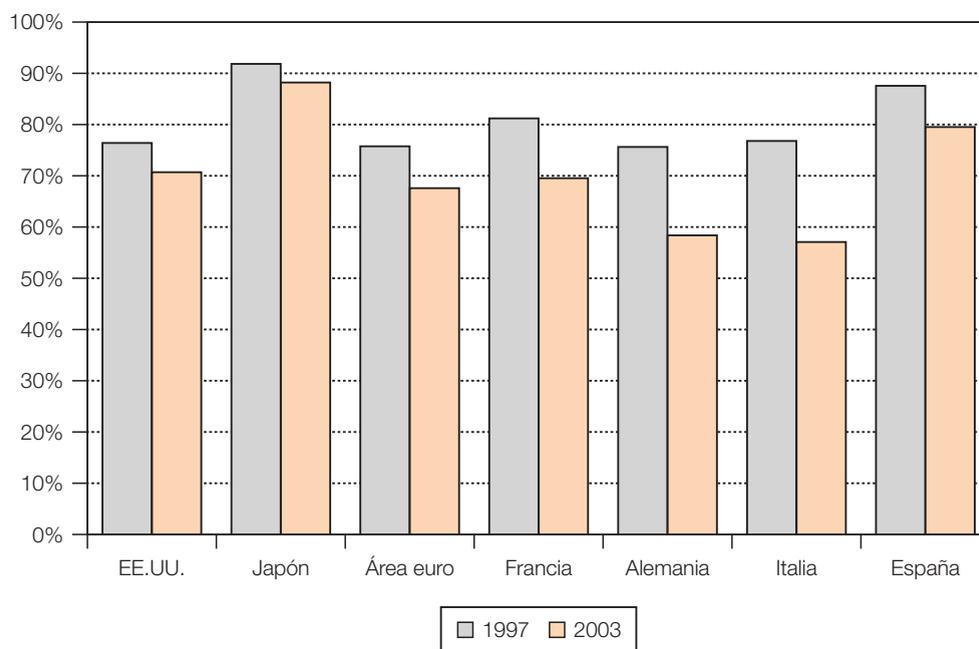
en la correlación normalmente va asociado con bruscos movimientos a la baja en los mercados de valores. Desafortunadamente, el hecho de que la mayoría de los activos parece moverse de igual manera en situaciones de desplome del mercado reduce el beneficio derivado de las estrategias de inversión basadas en la diversificación internacional.

De hecho, la propia integración internacional de los mercados de valores —presencia de intensos flujos de inversión cruzada y tendencia a una creciente correlación entre los precios de unos y otros— lleva en sí misma el germen de la eliminación de las ventajas de la diversificación internacional.

La progresiva integración entre los mercados de diferentes países —y especialmente en el área euro, tras la introducción de la moneda única—, implica que cada vez existen menores ganancias por diversificación basadas en criterios puramente geográficos. Numerosos estudios empíricos recientes demuestran que pesa mucho más, en términos de diversificación de carteras, el efecto sector que el efecto país, lo cual favorece la idea de desarrollar la diversificación de carteras utilizando criterios sectoriales, mejor que los puramente geográficos.

Una forma de expresar el efecto país en la composición de las carteras es el denominado sesgo doméstico (*home bias*), del que presentamos en el gráfico 3 el correspondiente a la renta variable, para los grandes países del área euro, entre ellos España, y para el conjunto de la misma, Estados Unidos y Japón (4).

GRÁFICO 3
SESGO DOMÉSTICO EN LA RENTA VARIABLE



El sesgo doméstico refleja la tendencia a que las inversiones financieras de un país se materialicen en valores domésticos del mismo cuando el nivel óptimo de diversificación de sus riesgos desde una perspectiva mundial le aconsejaría invertir en valores extranjeros. Se estima a través de un indicador que resta a la unidad el cociente entre la porción de valores extranjeros que realmente tiene un país en el conjunto de sus inversiones en valores y la que debería tener desde el punto de vista de la diversificación óptima de estas inversiones. Esta última se aproxima por la capitalización relativa de sus valores dentro de la cartera mundial de los mismos.

Como puede verse en el gráfico, dicho sesgo disminuye en los grandes países del área euro y en el conjunto de ésta, aunque sigue siendo más elevado en el caso de nuestro país.

4. Conclusiones

Este artículo permite constatar el avance del mercado único europeo de acciones en sus aspectos más sustantivos cual es la mayor integración entre las distintas bolsas presentes en él, puesta

de manifiesto por el aumento de las correlaciones que se observan entre los principales índices de las mismas. En este sentido, se sitúa en la línea por la que se va orientando la integración financiera europea en este terreno, según el seguimiento periódico que de la misma efectúan tanto la Comisión Europea (5) como el Banco Central Europeo (6), que ha comenzado a publicar un informe anual específico sobre el tema, BCE (2007).

La elevada presencia de los inversores no residentes en la bolsa española, mucho más intensa en la negociación que en la capitalización, la ha integrado progresivamente con los principales mercados bursátiles de referencia, dentro y fuera del continente europeo, al mismo tiempo que la ha hecho más dependiente de las decisiones de los inversores institucionales de otras latitudes. Por el lado contrario, los inversores españoles tienen actualmente más incentivos para diversificar sus posiciones en acciones, aunque sólo sea desde una perspectiva sectorial o empresarial.

En efecto, el hecho de que los efectos beneficiosos de la diversificación internacional se reduzcan a medida que los países están más integrados entre sí, lo que ocurre de modo especialmente

intenso dentro del área euro, no implica que desaparezcan las oportunidades de diversificación en el exterior, sólo que éstas deben orientarse más ahora a la elección de los sectores y, dentro de éstos, de las empresas más apropiadas para los objetivos de sus inversores. Por tanto, la dimensión internacional de la gestión de carteras no se reduce, sino que se orienta hacia otras direcciones. □

NOTAS

- (1) Reglamento (CE) núm. 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros y términos definidos a efectos de dicha directiva, y Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha directiva.
- (2) Con la entrada en vigor de la MiFID estaba previsto que comenzara a funcionar una plataforma de negociación de acciones puesta en marcha por siete grandes bancos internacionales de diversos países, cuatro estadounidenses, dos suizos y uno alemán.
- (3) Un reciente trabajo complementario de este artículo, que analiza el desarrollo de las plataformas de negociación y de la innovación financiera en nuestro país, es el de Martínez y Rodríguez (2007).
- (4) Véase el discurso pronunciado en Viena el 22-5-2006 por el entonces miembro del Comité Ejecutivo del BCE, Omar Issing, con el título *Globalisation, emu and the euro*, que puede consultarse en la dirección <http://www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp060522.en.html>. El sesgo doméstico del área euro no tiene en cuenta, como es lógico, las transacciones transfronterizas internas al área. Con un contenido más técnico, puede consultarse De Santis y Gerard (2006).
- (5) A través de sus Financial International Monitor, de los que ya se han publicado los correspondientes a 2004, 2005 y 2006, disponibles en la dirección: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/fim/index_en.htm.
- (6) Actualmente mediante su web <http://www.ecb.int/stats/finint/html/index.en.html>, tras haber emitido dos publicaciones *Indicators of financial integration in the euro area*

en 2005 y 2006, disponibles respectivamente en las direcciones: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/indicatorsfinancialintegration200509en.pdf> y <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/indicatorsfinancialintegration200609en.pdf>.

BIBLIOGRAFÍA

- Baena Tovar, N. (2007): «El proceso de consolidación de los mercados de valores internacionales», *Boletín de la CNMV*, trimestre III, págs. 63-81.
- Banco Central Europeo (2007): *Financial integration in Europe*, Fráncfort, marzo.
- Bolsa de Madrid (2000): *El ahorro y los mercados financieros. Situación actual y perspectivas*, Bolsa de Madrid, Madrid.
- De Santis, R. A. y Gérard, B. (2006): *Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union*, BCE Working Paper núm. 626, mayo.
- Dimson, Marsh, Staunton (2001): *Millennium Book II: 101 Years of Investment Returns*, ABN-AMRO y London Business School, Londres.
- García-Vaquero, V. (2007): «El proceso de integración de los mercados de valores», *Boletín Económico Banco de España*, octubre, págs. 103-112.
- Martínez Parera, M. y Rodríguez Quejido, V. (2007): «Cambios en los mercados financieros y su reflejo en España». *Boletín de la CNMV*, trimestre III, págs. 83-98.
- Ontiveros, E. y Valero, F. J. (2006): «La reforma innovadora de los mercados de valores españoles», en Goetzmann, W. N. y Rouwenhorst, G. (editores), *Los orígenes de las finanzas. Las innovaciones que crearon los modernos mercados de capitales*, Ediciones Empresa Global, Madrid, cap. 21, págs. 399-419.

RESUMEN

Este trabajo intenta analizar, dentro del contexto de la integración financiera en general, dónde se sitúa la evolución actual hacia un mercado único de acciones en Europa desde el punto de vista de la relación cada vez más intensa que se observa entre las bolsas del continente y las implicaciones que tiene la misma para la gestión de carteras. La atención se centra en la perspectiva española, pero dentro del marco que supone ese desarrollo del mercado único de acciones, que ha supuesto un menor peso de los factores nacionales para explicar la evolución de las bolsas y un mayor protagonismo de los elementos sectoriales.

Palabras clave: Mercado único, Acciones, Bolsas, Integración financiera, Gestión de carteras.

Reflexiones sobre la banca de inversión y sus nuevos clientes: *private equity* y *hedge funds*

Una vez más, la revista *Economistas* me pide que desarrolle un tema de interés acerca de la banca de inversión y de los mercados financieros en general, algo que siempre hago con gusto. Pero una vez más, el período que media entre el encargo y la entrega y publicación del artículo es un largo trimestre cargado de incertidumbres en los mercados; incertidumbres que nos llevan de nuevo a reflexionar acerca de los cambios recientes en el negocio de los bancos de inversión no en la tranquilidad de una serena umbría, sino bajo la luz fuerte en claroscuros que predomina en los mercados en estos últimos meses.

Recapitemos lo ocurrido hasta la reciente corrección de verano y otoño de 2007. Los cuatro últimos años han traído consigo nuevos máximos en los niveles de actividad financiera y nuevas cotas de rentabilidad para la banca de negocios, superando los máximos anteriores del año 2000 y dejando atrás la profunda crisis de 2001-2003 que siguió al estallido de lo que se dio en llamar la *burbuja de Internet*. Muchos son los cambios recientes en el negocio de la intermediación financiera que han contribuido al nuevo período de expansión. En este artículo nos centraremos en dos rasgos característicos del mismo: el gran crecimiento de categorías relativamente nuevas de inversores, como las firmas de *private equity* o las gestoras de fondos de inversión alternativa o *hedge funds*, y el enorme auge del negocio obtenido de esos nuevos agentes por la banca de inversión, tanto en términos de pura intermediación o asesoría, como en financiación o gestión de riesgos, e incluso en el ámbito de la inversión principal del propio capital de los bancos junto a aquellos agentes (lo que ha llevado con frecuencia a convertir a bancos y clientes en competidores y a difuminar así la frontera entre ambos conceptos). Otros factores clave para la expansión reciente incluirían el desarrollo y expansión de técnicas de titulización o securitización de activos, entre ellas —detonantes próximos de la crisis financiera de la segunda mitad de 2007— las *collateralised debt obligations* o *CDO* (parte de la categoría más amplia de *ABS* o *asset-backed securities*), así como el enorme crecimiento de los mercados de instrumentos derivados de crédito (*credit default swaps* o *CDS*, entre otros) que permiten aislar y negociar por separado aspectos distintos de los riesgos crediticios inherentes a la nueva actividad.

Tras analizar someramente el origen y desarrollo de las dos nuevas categorías de clientes mencionadas en el título, veremos cómo fue la conjunción de circunstancias que se produjo a comienzos de la presente década la que dio como resultado el reciente *boom* de la banca de inversión. En pre-

David Jiménez-Blanco
Presidente de Merrill Lynch España

sencia del oxígeno de la financiación barata y abundante, aquellos nuevos clientes y los otros elementos mencionados entraron auténticamente en ebullición para generar enormes niveles de actividad y de ingresos para los grandes bancos de inversión, pero al mismo tiempo para llevar al mercado a niveles potencialmente excesivos e insostenibles de actividad. Al fin y al cabo, *las expansiones, por supuesto, engendran burbujas*, como reflexiona Alan Greenspan en sus recientes memorias (1). Ha ocurrido antes, está ocurriendo ahora, y sin duda volverá a ocurrir.

La duda que se nos plantea hoy, y con mayor agudeza tras la ralentización en la actividad de los últimos meses, es saber cuáles de esos nuevos desarrollos recientes resultarán haber sido vientos pasajeros o meras modas, y cuáles otros enraizarán como contribuciones permanentes al negocio de intermediación financiera, y en fin, a la asignación eficiente de recursos en la economía. Obviamente, sólo el tiempo nos dará una respuesta. En la música orquestal de los mercados financieros, las dos notas contrapuestas permanentes son, por un lado, la innovación constante y la pronta adaptación a circunstancias siempre nuevas de los agentes que participan en ellos; y por otro, el objetivo básico y clásico de alcanzar la mayor rentabilidad posible manteniendo un nivel de riesgo aceptable. Cambia la pieza que se interpreta, pero lo que es seguro es que en cada nuevo escenario la banca de inversión se servirá de elementos nuevos o de nuevas versiones de otros ya existentes para buscar negocio, para sacar el máximo rendimiento a sus oportunidades y para gestionar sus riesgos.

1. El nacimiento y desarrollo de los LBO

El moderno auge de las opas, de los LBO y de los *hedge funds* puede parecer verdaderamente revolucionario. Pero hay mucho más de evolución que de revolución en lo sucedido en los primeros años del siglo XXI en los mercados financieros. Las opas y las operaciones de búsqueda de control de sociedades en los mercados financieros son en realidad algo muy antiguo. Ya en la transición entre el siglo XIX y el XX en los Estados Unidos, grandes financieros como Jay Gould, Andrew Mellon y John Pierpont Morgan dejaron sentir sobre las sociedades metalúrgicas, ferroviarias y petroleras su enorme impacto como agentes capaces de financiar y orquestar operaciones de compra y concentración corporativa. A lo largo de los ciento veinte años siguientes esta práctica se

ha sofisticado y desarrollado hasta convertirse en algo central en el funcionamiento de la economía financiera capitalista.

Las compras apalancadas de empresas (que reciben denominaciones múltiples según el contexto pero que podemos agrupar a los efectos de nuestra discusión bajo el nombre de *leveraged buyouts* o LBO) por parte de agentes especializados en las mismas (*LBO sponsors* o casas de *private equity* [PE]) parecen algo más reciente, debido sobre todo a la creciente importancia de las mismas en la actividad de fusiones y adquisiciones de los últimos diez años.

Sin embargo, las características y elementos fundamentales de las mismas estaban ya presentes, aun en forma rudimentaria, en la década de los setenta. En mayo de 1976, tres banqueros de inversión que habían colaborado durante ocho años en la firma neoyorquina Bear Stearns fundaban una nueva entidad que se dedicaría en exclusiva a la búsqueda y realización de operaciones de compra de empresas, típicamente no cotizadas y con el respaldo y colaboración de los gestores de la empresa, utilizando como respaldo para la financiación exclusivamente los flujos de caja generados por la compañía objetivo. El nacimiento de la nueva firma, Kohlberg Kravis Roberts (KKR), no fue una gran noticia en su día. En Wall Street, en la City de Londres y en cualquier otra plaza financiera nacen nuevas firmas constantemente, como ocurre ahora con los *hedge funds*. Tampoco fue noticia el cierre de su primer fondo, por una cantidad de 25 millones de dólares. El comienzo del fenómeno de los LBO fue humilde. Las primeras operaciones fueron modestas en tamaño y se financiaban en buena medida con créditos bancarios o de compañías de seguros, lo que limitaba las posibilidades. Sólo poco a poco los LBO fueron atrayendo el interés de los grandes bancos de inversión y ganando en importancia, a medida que otros elementos fundamentales del gran desarrollo de los mismos fueron apareciendo en los años siguientes.

Otro elemento decisivo para que los LBO crecieran en efectividad y tamaño potencial fue el desarrollo de mercados de financiación amplios que aceptaran, analizaran y calibraran los riesgos de ese tipo de operaciones: es fundamental citar aquí los bonos de alto rendimiento o *high-yield bonds*, desarrollados en los años ochenta por la firma Drexel Burnham Lambert y su estrella, el profesor de la Universidad de Wharton Michael Milken. Como otros mercados de financiación apalancada, los mercados de *high-yield* se desa-

rollaron primero de manera importante en los Estados Unidos. Realmente no fue hasta esta última década, y sobre todo tras el establecimiento del euro como divisa amplia y profunda, cuando los mercados de bonos de alto rendimiento vieron un enorme crecimiento también en Europa. Los *high-yields* fueron fundamentales, por ejemplo, en la financiación de redes de cable entre 1998 y 2003 y en la expansión del número y tamaño de LBO en los últimos cuatro años.

Un paréntesis. La desaparición de muchas monedas nacionales en Europa proporciona un buen ejemplo de destrucción creadora en la banca de inversión, un fenómeno al que volveremos más adelante. El advenimiento del euro trajo inicialmente consigo el cierre —literalmente de un día para otro— de muchas mesas de negociación y la eliminación de muchos puestos de trabajo de analistas de divisas. Sin embargo, al crearse un mercado único de deuda denominado en euros mucho más profundo, los aspectos de crédito, específicos a cada compañía y a cada sector, cobraron una importancia mucho mayor que hasta entonces. De inmediato, los bancos de inversión crearon o aumentaron de tamaño considerablemente nuevos departamentos dedicados a ese menester. Y con ellos vino pronto el desarrollo de nuevos instrumentos derivados que permiten a inversores, emisores y bancos de inversión privilegiar un aspecto del crédito sobre otros y aumentar o reducir su exposición a cada uno de ellos prácticamente a voluntad.

Los PE suponen un porcentaje muy importante de la actividad de fusiones y adquisiciones de los últimos años, prácticamente en todos los sectores. En poco tiempo han pasado de aproximadamente el 5% del total en el año 2000 a cerca del 30% en el segundo trimestre de 2007 (2). Lo interesante para la banca de inversión es, con todo, que el porcentaje que los LBO suponen en el monto total de honorarios es muy superior a ese 30% y puede que supere ya el 50% en muchos casos. Ello se debe al hecho de que con frecuencia los *private equities* requieren los servicios de la banca en mucha mayor medida que los clientes corporativos tradicionales (asesoría, financiación, gestión de riesgos de divisas, materias primas y tipos de interés, oportunidades de coinversión, etc.). La consecuencia lógica ha sido el aumento en los bancos de inversión del tamaño de todos los departamentos dedicados a servir a los LBO para servir esas necesidades de manera eficaz y extraer así el máximo rendimiento a la relación con ese grupo de clientes.

2. El desarrollo de los *hedge funds*

La gestión alternativa de inversiones tiene unos orígenes tan antiguos como la propia actividad de inversión profesional (de hecho, la actividad de inversión relativamente nueva es la que trata de replicar los índices de los mercados). Benjamín Graham en los años veinte en los Estados Unidos y John Maynard Keynes en el Reino Unido suelen citarse como ejemplos de inversores enfocados en obtener retornos para los fondos que gestionaban con independencia de la evolución de los mercados en general. El primer fondo en el que se reconoce la estructura de los *hedge funds* actuales (*limited partnership*, entidad no regulada y reservada a inversores cualificados, posibilidad de vender acciones o bonos en descubierto, estructura de honorarios con incentivos ligados a la rentabilidad absoluta del fondo, etc.) data de 1949 y se debe al norteamericano Alfred W. Jones. El término *hedge fund* se utilizó por primera vez, en la revista *Fortune*, en 1966. En la década de los sesenta hubo un primer gran aumento del número de estos fondos, y de entonces datan algunos de los gestores todavía activos como Michael Steinhardt y George Soros. Desde finales los ochenta el volumen de activos bajo gestión alternativa ha crecido dramáticamente, pero la gran explosión en tamaño se ha dado también, como en el caso del *private equity*, en la primera década del siglo XXI.

Los *hedge funds* compran y venden activamente toda la gama de activos financieros que la banca ha ido desarrollando para financiar operaciones cada vez mayores y más sofisticadas: la deuda procedente de los LBO es sólo uno de los destinatarios de esos fondos. Acciones, bonos, materias primas, y referenciados a todos ellos, opciones, futuros, etc., así como derivados de crédito, los propios créditos bancarios, ABS en general y cualquier otro activo negociable son utilizados por los *hedge funds* para generar *alfa*, la esquivada obtención de rendimientos no correlacionados con el mercado.

Así como los LBO y las casas de *private equity* tienen una importancia enorme y creciente en la actividad de fusiones y adquisiciones y en los mercados primarios de financiación, los *hedge funds* ejercen una influencia difícilmente exagerable en los mercados de acciones y deuda actuales. Los datos más recientes indican que sus activos totales bajo gestión ascienden a la cantidad de 1.700 billones de dólares (para entendernos, 1.700 millones de millones de dólares) (3). Aunque esta cantidad sólo representa aproximadamente un 5%

del total de fondos gestionados a nivel mundial, los *hedge funds* concentran su actividad en segmentos específicos de mercado, donde su fuerza se hace sentir de manera muy importante. Con todo, lo que hace a estos agentes unos clientes privilegiados de la banca de inversión es algo parecido a lo que comentábamos más arriba acerca de los *private equities*. Al requerir de numerosos servicios de los bancos, los *hedge funds* vienen a pagar a sus suministradores (mayoritariamente bancos de inversión, aunque no exclusivamente) anualmente un 6% de su volumen gestionado. Eso quiere decir que en 2007 la facturación de servicios externos a los *hedge funds* ascenderá a unos 100.000 millones de dólares. Esta cifra era prácticamente inexistente hace tan sólo quince años, y aunque sólo parte de ella se dirija a la banca de inversión, es seguro que hará que los *hedge funds* sean, como grupo, los mejores clientes de las divisiones de mercados de la banca de inversión.

3. La era del crédito barato a partir de 2001

Como hemos visto, ya antes del año 2000 existían los promotores de las nuevas operaciones, los instrumentos para financiarlas y los compradores de tales instrumentos. Los elementos clave del gran crecimiento reciente de los bancos de inversión (*LBOs*, financiación apalancada/bonos de alto rendimiento y *hedge funds*) estaban ya todos presentes y mostraban un considerable desarrollo en los últimos años del siglo xx. ¿Por qué se conjuntaron y potenciaron mutuamente de la manera explosiva en que lo hicieron precisamente en la primera década del xxi? La explicación está en el entorno monetario y económico de esos años.

Entre marzo de 2000 y noviembre de 2001 una serie de factores financieros, regulatorios y geopolíticos hizo reaccionar a las autoridades monetarias —estadounidenses primero y europeas y asiáticas poco después— relajando la política monetaria de manera notable. El primer golpe a la confianza vino con el comienzo del desplome del Nasdaq que marcó el pinchazo de la burbuja de las valoraciones de las empresas de tecnología e Internet (las llamadas *puntocom*) a partir de marzo de 2000. Los malos resultados financieros y los escándalos contables subsiguientes de muchas compañías creadas o crecidas al amparo de esa burbuja golpearon incesantemente la confianza de los inversores y llevaron a una primera intervención de las autoridades monetarias. La confianza ya era frágil cuando los ataques terroristas de septiembre de 2001 precipitaron aún más las bajadas

de tipos. Por último, los escándalos contables que derivaron en la quiebra de Enron en noviembre de 2001 y poco después en el colapso de la firma de auditoría Arthur Andersen dieron la puntilla a la expansión económica de los noventa y crearon en las autoridades monetarias estadounidenses y europeas la propensión a mantener tipos de interés bajos y crédito abundante durante varios años. Aunque la crisis financiera continuó hasta finales de 2003, la creación de liquidez ayudada por esas políticas monetarias proporcionó el catalizador necesario para combinar con éxito los otros tres ingredientes arriba citados.

El resto, como suele decirse, es historia. El entorno de bajos tipos de interés y las nuevas realidades sobrevenidas como resultado, entre otras fuerzas, de la globalización de la economía (entre otras, la práctica ausencia de presiones inflacionistas a nivel mundial y el crecimiento como potencias económicas e inversores de países de economía emergente como China, India o Rusia) sirvieron para prolongar la expansión de los mercados financieros durante los últimos cuatro años. Los nacientes desequilibrios fueron absorbidos o ignorados por los inversores, hasta que en el verano de este año la confianza y aun la liquidez que sostenían la actividad se vieron abruptamente cuestionadas por los eventos del mercado hipotecario de los Estados Unidos. Es pronto para saber cuál será el desenlace del período de ajuste que acaba de comenzar, pero en mi opinión, el catastrofismo no es una buena herramienta de predicción. Debemos obtener algo de confort del hecho de que los mercados han pasado por episodios como el actual muchas veces en las últimas décadas. Saber adaptarse a circunstancias nuevas es, precisamente, lo que los grandes bancos de inversión han demostrado saber hacer desde hace muchos años.

4. La innovación permanente, una necesidad en la banca de negocios

El sistema capitalista de organización de la actividad económica se ha impuesto en la práctica totalidad del mundo desarrollado en el último cuarto del siglo xx e impera prácticamente sin rival ideológico en estos comienzos del xxi. Muchas son las características que lo acompañan —en la práctica llenas de matices según la década o la región del mundo que observemos—, pero pocas explican tanto la supervivencia y consolidación del capitalismo en el mundo como su capacidad de adaptación a situaciones siempre nuevas. El capitalismo

es, por esencia, un sistema adaptativo. Como tal, requiere participantes dinámicos. Favorece y aun exige —para que puedan sobrevivir— comportamientos flexibles y adaptativos a los agentes económicos que participan en el mismo.

Los mercados financieros están en el centro de los flujos de información y asignación de recursos del sistema capitalista, del que constituyen simultáneamente su sistema nervioso y su sistema de riego sanguíneo. No es de extrañar, por tanto, que los intermediarios financieros por excelencia, los bancos de inversión, se cuenten posiblemente entre las organizaciones más adaptables y cambiantes de nuestro sistema económico capitalista. En la banca de inversión, y dentro de cada banco de inversión, todo está en cambio y en flujo permanente. La destrucción creadora schumpeteriana opera aquí en grado máximo. Los actores del mercado financiero se adaptan constantemente a su entorno cambiante o mueren. El resultado de ese doble fenómeno —entorno en constante evolución poblado por agentes en constante readaptación— ha venido siendo un elenco de jugadores sorprendentemente estable. Pocos sectores de la economía global presentan en los primeros puestos de sus *rankings* actuales prácticamente los mismos nombres que en 1970. Esto puede parecer una contradicción, pero en la práctica no lo es. Participantes estáticos en un entorno cambiante se verían destruidos y reemplazados por otros frecuentemente. Sólo estando en constante cambio pueden los grandes bancos de inversión permanecer sintonizados con el entorno en constante mutación. Son enormes las diferencias entre el balance, la cuenta de resultados o la organización de cualquier gran banco de negocios de hace treinta años y el actual.

Los enormes vaivenes del negocio y los cambios verdaderamente tectónicos habidos en la regulación de los mercados o de movimientos de capital, o evidenciados por la emergencia de nuevos mercados emisores e inversores u otros factores desde la década de los setenta del pasado siglo a esta parte, no han resultado en cambios apreciables en la primera fila de la banca de inversión (el denominado *bulge bracket*). Durante los años setenta y ochenta pareció que la banca japonesa asaltaría los primeros puestos del sector. Algo parecido puede pensarse hoy de los grandes bancos chinos. Pero la realidad es evidente: los grandes bancos de inversión se han adaptado y han prosperado con los cambios recientes. Una mirada a los *rankings* de la banca en las principales actividades de 1980 muestra enormes similitudes con los de 2007.

5. Conclusiones

Aunque se rodeen de una jerga especializada y de un aparato teórico y estadístico que a veces intimidan, los mercados financieros no son en el fondo muy distintos del resto de actividades intelectuales de la sociedad humana. El pensamiento, el arte, las ciencias crecen a medida que se van planteando nuevas ideas y conceptos. Muchos de ellos gozan de una breve notoriedad pero son descartados como meras modas al poco tiempo. Otras innovaciones consiguen arraigar en la historia y llegan a formar parte del paradigma de conocimiento de una sociedad y aun de la civilización en general. En las finanzas ocurre algo parecido. Invenciones elaboradas y refinadas separadamente en entornos concretos y con aplicaciones específicas en su primer momento encuentran nueva vida y terreno fértil para su desarrollo a medida que otras invenciones conforman un nuevo entorno en el que pueden prosperar con renovado vigor. Si el entorno vuelve a cambiar serán otras las combinaciones de instrumentos persistentes o nuevos las que gocen de la *ventaja evolutiva* y proporcionen a quienes las utilicen adecuadamente beneficio extraordinarios durante un tiempo.

Los LBO se desarrollaron en un primer momento en algunos callejones traseros del mundo financiero, y tenían una relevancia limitada. Algo parecido puede decirse de los *hedge funds*. Fue el nuevo entorno de dinero abundante y barato creado por las políticas monetarias predominantes en los primeros años de la presente década el que provocó la explosión del negocio ligado a ellos. Los bancos de inversión, como entes adaptables forzados a explotar su entorno de manera eficiente, fueron agentes y beneficiarios de esa explosión. Pero sólo la triple combinación de factores proporcionó el oxígeno necesario para esa explosión de actividad.

¿Qué podemos esperar de estos fenómenos en el futuro? En mi opinión, las invenciones citadas han demostrado su utilidad en la creación de valor y en su contribución a la asignación eficiente de recursos. Pero el entorno volverá a cambiar, y con él las cantidades *óptimas* de esos productos en la cesta total de productos financieros. En los años noventa asistimos al crecimiento explosivo en los bancos de inversión de los departamentos de cobertura de empresas de telecomunicaciones e Internet. Por supuesto que esos departamentos no han desaparecido, pero vuelven a representar una proporción más normal del total de un banco. De igual manera, el negocio de asesoría y financiación de LBO seguirá sin duda

existiendo, pero la proporción de los departamentos de banca de inversión dedicada a esa actividad revertirá a niveles más normales. Lo mismo cabe esperar de los servicios de *prime brokerage* (servicios completos de ejecución y liquidación de órdenes, financiación, valoración diaria y otros asociados prestados a los *hedge funds* por los bancos de negocios) en relación con el total del negocio de ventas y negociación de renta fija y variable.

Habrán nuevas invenciones que sustituyan en la moda a las anteriores. Nuevos sectores e instrumentos acapararán temporalmente la atención de los inversores y banqueros de inversión que les sirven. La banca de inversión se adaptará a tiempo, los descartará —a tiempo o no— arriesgando su capital en búsqueda del beneficio, y tratando de obtener en cada momento la combinación más ventajosa posible de rentabilidad y riesgo. Podemos pensar que ese principio es algo relativamente reciente y consustancial sólo al capitalismo moderno. Pero, como decíamos al principio de este artículo, sólo se trata de la aplicación más reciente de un instinto humano que data de muy atrás. Poco ha cambiado lo fundamental del debate desde que en el siglo V antes de Cristo, el emperador persa Jerjes debatiera con sus generales (¿sus asesores?) antes de la batalla de las Termópilas y, ante las dudas de éstos, se preguntara: *¿Cómo puede un hombre estar alguna vez seguro? La certidumbre está, por fuerza, más allá del alcance de los humanos. Pero sea como sea, lo normal es que el provecho venga a aquellos que estén dispuestos a actuar, no a los excesivamente cautos y dubitativos* (4).

Los instrumentos de gestión han avanzado mucho desde entonces, pero cómo moverse de manera eficiente en el espacio que marcan los ejes de rentabilidad y riesgo seguirá siendo el centro de la actividad financiera y, por supuesto, de la banca de inversión durante muchos siglos. Lo que cambia sólo es el decorado. □

NOTAS

- (1) Greenspan, A. (2007): *The Age of Turbulence*, The Penguin Press, New York, pág. 230.
- (2) Fuente: Dealogic.
- (3) Fuente: *HFR Industry Report*, segundo trimestre de 2007.
- (4) Herodoto, *Historias*, Libro VII.

BIBLIOGRAFÍA

- Augar, P. (2006): *The Greed Merchants*, Penguin Books, Londres.
- Baker, G. P. y Smith, G. D. (14.^a impresión, 2004): *The New Financial Capitalists*, Cambridge University Press, Nueva York.
- Biggs, B. (2006): *Hedgehogging*, John Wiley & Sons, Hoboken.
- Greenspan, A. (2007): *The Age of Turbulence*, The Penguin Press, Nueva York.
- Lowenstein, R. (2001): *When Genius Failed*, Harper Collins, Londres.
- Rubin, R. y Wiesberg, J. (2003): *In An Uncertain World*, Random House, Nueva York.

RESUMEN

La banca de inversión ha experimentado en los últimos cuatro años una tremenda expansión en sus cifras de negocio y en sus cotas de rentabilidad y eficiencia. Una buena parte de esa prosperidad reciente se ha debido a la relación simbiótica establecida con dos nuevas categorías de clientes: las casas de private equity y los hedge funds. El enorme auge de esas nuevas fuentes de negocio ha sido aprovechado por la banca de inversión, que ha adaptado sus estructuras a los nuevos clientes, sectores y productos para obtener el máximo rendimiento a las nuevas oportunidades. La actual corrección experimentada en los mercados no debe secar o disminuir el empuje de esas fuentes de negocio de manera permanente. Pero si lo hace, la banca se adaptará otra vez a la nueva realidad como lo ha hecho siempre.

Palabras clave: Private equity, Hedge funds, Nuevos clientes, Corrección, Opas, LBO, Crédito, Innovaciones, Banco de negocio, Innovaciones financieras.



Ahora tiene más derecho que nunca

Gracias al Santander ya puede resolver todas sus dudas sobre derecho y contabilidad, a cualquier hora del día o de la noche, con Globalius.

Globalius by Datadiar.com es la más completa recopilación de productos jurídicos y contables en Internet, comentados, interrelacionados, concordados y actualizados a diario.

Y ahora para los clientes del Santander,

595€/año
(IVA no incluido)

el precio para no clientes es de 2.800€/año.

No lo dude, llame al 902 090 902
o entre en www.globalius.com
para tener más derecho que nunca.

GLOBALIUS®

Un servicio de

datadiar.com
www.datadiar.com

 **Santander**

Queremos
ser tu banco

Los *hedge funds* y el activismo accionarial

1. El auge de los *hedge funds*

En el año 2003 el organismo regulador del mercado de valores en Estados Unidos, la Securities and Exchange Commission (SEC), publicó un estudio sobre las implicaciones del crecimiento de los llamados *hedge funds*.

El estudio se había encargado a un grupo de trabajo interdepartamental, y las motivaciones para llevarlo a cabo no eran otras que el extraordinario crecimiento que este nuevo vehículo de inversión había experimentado en los últimos años y la escasez de información disponible por parte de la SEC sobre la naturaleza de la gestión que se realizaba en estas sociedades de inversión, así como sobre la composición de sus carteras.

En efecto, en aquellos momentos se estimaban entre 6.000 y 7.000 los *hedge funds* que operaban en Estados Unidos, con un volumen de activos bajo gestión de aproximadamente 650 mil millones de dólares.

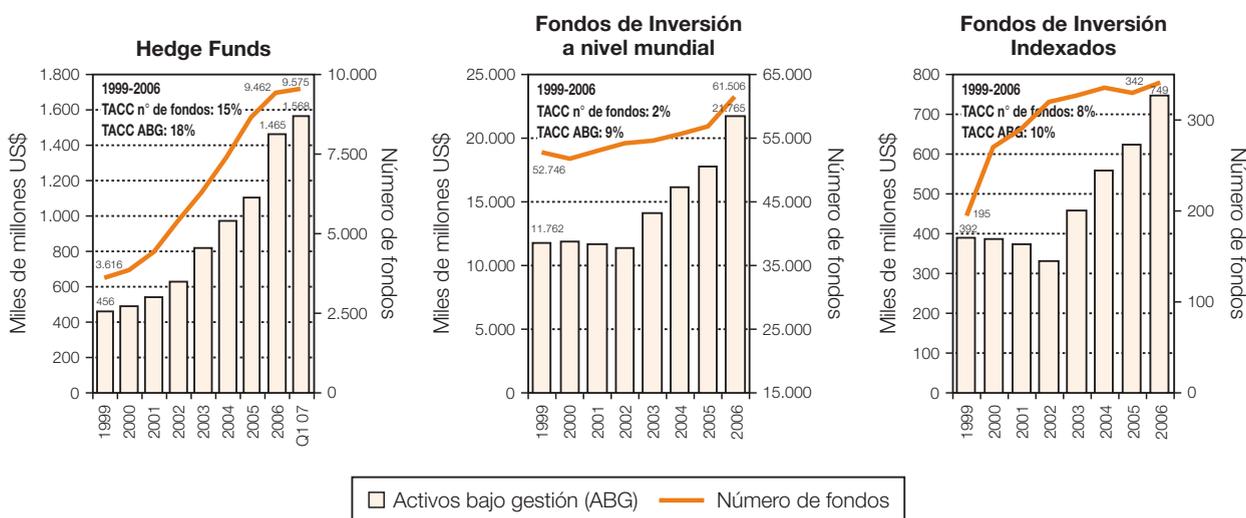
La SEC tenía fundados motivos para interesarse por esta tendencia, porque sólo cuatro años después se calculan en torno a 10.000 los *hedge funds* que operan a nivel mundial, lo que representa un crecimiento medio ponderado anual en lo que llevamos de década de más del 15%, con un volumen de activos bajo gestión que supera ya el billón y medio de dólares, lo que supone una tasa de crecimiento anual acumulativo del 18%, frente a la tasa del 9% representada por el total de fondos de inversión a nivel global, y del 10% de los fondos de inversión indexados, que podemos considerar como los inversores institucionales más tradicionales en el mercado (gráfico 1).

El crecimiento de los *hedge funds* se aceleró en los noventa gracias al desarrollo de las nuevas tecnologías de la información, y también con posterioridad a la caída de los mercados bursátiles tras el estallido de la burbuja tecnológica a principios del 2000, período que asistió a la publicación generalizada de informes alabando las rentabilidades excepcionales que estos fondos obtuvieron aprovechando el ciclo bajista.

Varios son los factores explicativos del auge de los *hedge funds* que podríamos resumir en:

— Primero, la posibilidad de aplicar una estrategia de inversión en mercados con una capacidad operativa muy flexible debido a la muy reducida regulación de la que disfrutaban este tipo de vehículos de inversión, lo que les permite, entre otras cosas, no sólo invertir en todo tipo de activos financieros, sino también en la posibilidad de aplicar niveles de apalancamiento financiero que puede llegar a representar en media hasta cinco

GRÁFICO 1
EVOLUCIÓN DE HEDGE FUNDS VERSUS FONDOS DE INVERSIÓN



Fuente: Hedge Fund Research and Hedge Fund Research 2007 Investment Company Fact Book, www.icifactbook.org.

veces el capital aportado por los partícipes del fondo.

— Segundo, los *hedge funds* favorecen la diversificación de carteras a otros inversores institucionales, ya que al ser vehículos que aplican estrategias de inversión que persiguen objetivos de rendimientos absolutos tienen una correlación baja con los activos en que invierten. Esto es así porque el rendimiento se basa en la gestión dinámica de las carteras y desde luego en las habilidades del gestor para aprovechar las ineficiencias del mercado en la formación de precios, los ciclos tanto alcistas como bajistas de los mercados para tomar posiciones largas y cortas en los valores seleccionados y la probabilidad de ocurrencia de hechos relevantes que afecten a las cotizaciones, y todo ello tras un análisis riguroso de los valores. Hoy en día resulta extraño encontrar una institución financiera que de una u otra manera no participe en estas sociedades de inversión que encuentran en los fondos de pensiones y en los bancos a sus principales partícipes. De hecho, en su origen estos productos estaban destinados a inversores *cualificados* en función de un patrimonio mínimo y normalmente está limitado el número de partícipes en el fondo. No obstante, con posterioridad al despegue de los *hedge funds* emergió con fuerza la figura de los *fondos de hedge funds*, lo que está popularizando de manera indirecta

este instrumento financiero con importantes implicaciones desde el punto de vista del desarrollo futuro de los mercados financieros.

— Tercero, las denominadas inversiones alternativas, como son los *hedge funds* y el *private equity*, han demostrado una elevada capacidad para atraer y retener a gran parte del mejor talento de la industria de gestión de activos financieros, ya que, bien a través de los esquemas de participación en el capital de las sociedades gestoras, o de remuneración variable en función de la rentabilidad de la cartera (en ocasiones las comisiones llegan a suponer el 50% de las plusvalías), han logrado captar a los gestores y analistas de mayor prestigio que estaban en inversores institucionales más tradicionales.

No obstante, también es cierto que es pronto para valorar el impacto de esta rotación de profesionales en la industria, ya que a pesar de la concentración existente en el colectivo de *hedge funds*, todavía acumulan una corta experiencia operativa, que unida a una escasa transparencia en la divulgación pública de los retornos de los fondos, no permite realizar comparaciones objetivas respecto a otros inversores.

En general, los *hedge funds* no gozan de una imagen positiva en el dominio público, que tiene una percepción extendida sobre la falta de transparencia de estos vehículos en una industria donde

reina un cierto secretismo respecto a sus verdaderos protagonistas, amplificado por los medios de comunicación especializados. Este hecho se proyecta en las demandas de políticos y analistas económicos por una mayor regulación de dichos vehículos de inversión que facilite la divulgación de información respecto a su práctica regular en aspectos como comisiones, evolución de la rentabilidad y valor liquidativo, composición de las carteras, análisis del riesgo, que en definitiva permita al regulador no ir por detrás de los acontecimientos, e identificar a tiempo posibles casos de fraude o de conflicto de intereses.

Es verdad que frente a los inversores más tradicionales, donde a través de Internet uno puede conocer en tiempo real el valor liquidativo de su participación en el fondo, en un *hedge fund* esta inmediatez es más compleja de obtener porque la variedad de activos financieros que componen la cartera, de estilos de inversión y de esquemas de incentivos de los gestores no propician el mejor entorno para acceder a esta información que permita calcular el *fair value* de las participaciones en el fondo.

Sin embargo, el debate sobre la falta de transparencia no parece estar planteado en sus justas dimensiones, ya que por un lado no es un debate reclamado por los propios partícipes de los *hedge funds*, que sí se sienten bien informados sobre sus posiciones en los *hedge funds* o en los fondos de *hedge funds*. Por otro lado, es cuestionable la demanda de información adicional pública a este tipo de inversores que tienen unas características especiales que precisamente están en la esencia de su estilo o estrategia de inversión, frente a la existencia de inversores tradicionales que no reportan regularmente y públicamente la composición de sus carteras y, si lo hacen, es con elevado retraso y de manera incompleta lo que no constituye ninguna utilidad ni para los partícipes, ni para las empresas en las que se encuentran invertidos, que por cierto, podrían utilizar esta información para mejorar sus políticas de comunicación financiera y atención a los accionistas. La heterogeneidad entre países a la hora de registrar este tipo de información en tiempo y forma, y el tratamiento diferencial a esta obligación que tienen los inversores tradicionales como compañías de seguros, fondos de pensiones y fondos de inversión resta mucha legitimidad, por no decir credibilidad, al debate de la falta de transparencia en los nuevos actores de los mercados de valores como son los *hedge funds*, o las firmas de *private equity*, si no se abordan todas las deficiencias en paralelo.

Se trata por tanto de debatir si el dominio público debería disponer de más información sobre estas sociedades de inversión, y aquí reside el riesgo de pérdida de competitividad de una industria financiera frente a otros tipos de inversores. Si en este horizonte hacia una mayor transparencia no se establecen criterios de proporcionalidad adecuados en la cantidad y calidad de información a distribuir al público, estaremos poniendo en riesgo la continuidad de un interesante producto de la innovación financiera que, hoy por hoy, contribuye en algunos aspectos de manera muy positiva al correcto funcionamiento de los mercados financieros.

Como señala Alan Greenspan en sus memorias recientemente publicadas, *los hedge funds y las sociedades de private equity parecen representar las finanzas del futuro, y hoy juegan un papel relevante en los mercados financieros, ya que a través de sus estrategias de inversión contribuyen a la eliminación de ineficiencias en la formación de precios de los activos financieros, y al mismo tiempo su operativa diaria genera mucha liquidez en los mercados. No sería por tanto positivo cambiar el estatus que tienen de vehículos de inversión prácticamente no regulados, ya que es el propio mercado el que regula su capacidad operativa*. No obstante, la industria de *hedge funds* está tomando la iniciativa respecto a la polémica de la falta de transparencia como por ejemplo ilustra el *Grupo de Trabajo de Hedge Fund*, dirigido por Andrew Shrimpton, exsubgobernador del Banco de Inglaterra y presidente del *hedge fund* MW Tops, que reúne a catorce de los mayores *hedge funds* del Reino Unido, y que acaba de publicar un extenso informe de recomendaciones para abordar las diferentes preocupaciones de la industria de *hedge fund*, entre ellas la escasez de transparencia.

Por lo demás conviene recordar que este tipo de sociedades están sujetas a las obligaciones mercantiles comunes de ser auditadas, de publicar un informe anual que recoja las cuentas y comportamiento de la sociedad durante el ejercicio, además de la información regular que se remiten a sus partícipes o las compañías detalladas a través de *due diligence* que ofrecen a sus potenciales inversores.

La importancia de los *hedge funds* en los mercados financieros es hoy en día incuestionable. Lejos de representar en valor absoluto un peso relevante sobre el total de la industria de gestión de activos financieros, su actividad sí supone un volumen muy significativo de la negociación diaria de los mercados de valores que puede llegar a

situarse entre el 30 y el 50% del total. Pero además de ser relevante su contribución a la liquidez, diversificación de carteras de los inversores institucionales y mayor eficiencia de los mercados, es interesante observar el papel activo que están llevando a cabo en los últimos años desde el punto de vista de activismo accionario con las implicaciones que ello tiene en las relaciones entre empresa e inversores y en la creación de valor para los accionistas.

2. Protagonismo en el activismo accionario

El aumento en número y tamaño de las adquisiciones de participaciones relevantes en empresas cotizadas por parte de firmas de *private equity* en muchas ocasiones a través de *hedge funds* ha saltado a los titulares de la prensa económica y generalista en los últimos años, acaparando el interés y también la protesta de todo tipo de colectivos como los medios de comunicación y los sindicatos. El entorno de bajos tipos de interés y exceso de liquidez en el sistema financiero favorecieron la proliferación de este tipo de operaciones financieras que cada vez apuntan con más frecuencia a las compañías de elevada capitalización.

En efecto, junto al crecimiento registrado tanto en el número de *hedge funds* como en el volumen de activos bajo gestión (más de 1,8 billones de dólares), el número y volumen de ofertas de adquisición hostiles también ascendió de 209 mil millones de dólares en 2004 a 620 mil millones de dólares en 2006 y cerca de un billón de dólares en lo que llevamos de 2007. Hace quince años el capital bajo gestión del *private equity* apenas ascendía a 15 mil millones de dólares. A finales de 2006 este capital ascendió a 1,3 billones de dólares.

El acoso de accionistas con ciertas aspiraciones activistas ha generado un cierto ruido en la gestión del día a día de compañías en ocasiones relevantes en los mercados de valores.

Un accionista activista por lo general busca un cambio estructural o estratégico en la agenda de la compañía participada con el objeto de mejorar las prácticas de gobierno corporativo o aumentar la creación de valor para todos los accionistas.

Los *hedge funds* activistas pueden tener motivaciones diferentes desde el punto de vista de la rentabilidad que persiguen. Unos pretenderán obtener rápidos retornos apoyándose en campañas mediáticas y con una estrategia de salida del capital establecida de antemano. Por el contrario, es

habitual el caso del *hedge fund* que reivindica un cambio de rumbo en la dirección estratégica de la compañía para obtener rentabilidad sostenida a largo plazo.

Los *hedge funds* y el *private equity* en sus inicios tendieron a invertir masivamente en el segmento de empresas de mediana capitalización, que eran focos de atención de los inversores tradicionales, ya que entre otras cosas no contaban para los índices de mercado. La situación de infravaloración que registraban supo ser aprovechada por estos nuevos inversores en el mercado que hoy miran más hacia los grandes valores que históricamente se creían inmunes a la presión por parte de este tipo de accionistas minoritarios.

Hoy en día cualquier compañía con modelo organizativo de conglomerado con un comportamiento en bolsa peor respecto a su sector es seguro que estará en el punto de mira o de análisis tanto de los *hedge funds* activistas como de las firmas de *private equity*.

La contribución del activismo de los *hedge funds* a la mejor formación de precios de los activos está generando un creciente apoyo entre los inversores institucionales más tradicionales, que ven en estos movimientos una oportunidad de mejorar el retorno de sus carteras.

Estamos en los inicios de una corriente de activismo accionario en Europa que irá extendiéndose progresivamente. Un movimiento sobre el que cualquier juicio de valor generalizado sería un error. Hay casos en los que se pretende mejorar la valoración de la compañía y reconducir procesos de opa para maximizar el valor para los accionistas, ha sido el caso de la presión ejercida por el *hedge fund* TCI en ABN Amro para que el banco facilitase el acceso a la información a otros posibles contraofertantes en la opa a Barclays. Pero también existen casos que lejos de buscar el beneficio común pretenden obtener una publicidad y notoriedad apoyándose en ocasiones en campañas a través de los medios de comunicación, que están al final dañando la credibilidad de la industria de *hedge funds*.

Episodios como los protagonizados por magnates al frente de *hedge funds* o firmas de *private equity* como Eric Knight en el caso del banco HSBC, o Carl Icahn sobre Motorola, el fondo TIC en el curso de las opas sobre ABN Amro, Eric Jackson en Yahoo o Effinent Capital Structures en relación a Vodafone, son algunos ejemplos de activismo de accionistas minoritarios que logran mucha fuerza y repercusión en sus demandas, algunas de ellas con éxito y que en general no presentan vocación de permanencia en la compañía ni toma

de control, pero sí presionar para maximizar el valor de su inversión. Este movimiento va a extenderse a los próximos años en la medida que se observe el efecto beneficioso que puede tener sobre el valor de la compañía como consecuencia de forzar e impulsar una nueva dirección estratégica a la organización.

La utilización de campañas mediáticas para levantar financiación, el asesoramiento especializado en materia de *corporate governance*, y la identificación del área de vulnerabilidad de la compañía a presionar, ya sea una deficiencia operativa, un cambio de estructura de capital, la política de retribución al accionista, o incluso la petición de representación en el consejo, son los puntos básicos que centran la estrategia de las inversores activistas sobre las compañías de mayor capitalización.

Los fondos de pensiones como Calpers (fondo de pensiones de los funcionarios del Estado de California con más de 230 mil millones de dólares de activos bajo gestión), cada vez destinan más fondos a invertir en *hedge funds* que sean activistas de hecho, recientemente Calpers anunció un aumento de inversión en este tipo de vehículos de 5 a 12 mil millones de dólares.

Las tácticas en activismo se están sofisticando, no sólo por el uso de los medios de comunicación para crear una corriente de opinión a favor de las propuestas del inversor activista, sino también por el uso agresivo de los *proxys*, por la intervención discreta en los mercados tomando posiciones gradualmente, o incluso por la contratación de organizaciones como Institutional Shareho-

der Services (ISS) que asesoran a muchos inversores institucionales y *hedge funds*, ejerciendo una gran influencia en la tendencia del voto al orden del día de las juntas generales de accionistas (véase el cuadro 1). En Estados Unidos el ISS apoyó doce de cada dieciséis procesos de *Proxy Fight* en 2006 y 2007.

El activismo accionario puede ejercer mucha presión e influencia con una exposición económica mínima, sin mantener una participación relevante en el capital. El uso de derivados y de ingeniería financiera es frecuente en la formación de estas participaciones accionarias, sobre todo de cara a grandes compañías, en las que los activistas atraen por lo general a otros activistas dentro del movimiento.

Las estrategias de planteamiento de demandas a las compañías difieren de un *hedge fund* a otro, desde la toma discreta de posiciones en el mercado previo al acercamiento a la compañías de cualquier tipo de petición, a la mayor campaña mediática posible para ganar notoriedad y mayor presión sobre la dirección de la compañía incluso sin poseer una participación relevante.

Es evidente por tanto que en la coyuntura actual de los mercados de deuda, la tendencia a la mayor participación en el capital de grandes empresas frente a compañías de capitalización baja o mediana dibuja un escenario de mayor dificultad operativa para este tipo de sociedades de inversión y de un creciente interés por estrategias de inversión menos dependientes de apalancamiento, lo que está conduciendo a un mayor activismo accionario por parte de estas firmas de inversión.

CUADRO 1
TÁCTICAS DEL ACTIVISMO ACCIONARIO

Activismo moderado	Activismo económico	Activismo hostil
Acumular acciones	Presionar con ideas a la comunidad de analistas	Presentar propuestas detalladas (liquidación o venta de activos, cambio en dirección estratégica, y/o distribución de la caja)
Utilizar estrategias de <i>trading</i> , derivados y <i>hedging</i> para aumentar posiciones y apalancamiento	Realizar propuestas a los accionistas	Exigir puesto en el consejo de administración
Animar a otros <i>hedge funds</i> para que entren en el capital de la compañía	Crear comités/alianzas con otros accionistas	Campaña pública para cambio del equipo directivo
Observar y comentar	Aírear y amplificar ineficiencias en gobierno corporativo	Solicitar compradores para una parte o todo el negocio
Hacer campaña en foros privados	Entrevistar a clientes, accionistas y directivos de línea de negocio	Litigar contra la compañía
Realizar preguntas agresivas en <i>conference calls</i>	Contratar antiguos empleados y/o expertos del sector	Presentar oferta pública de compra de la compañía
	Movilizar a las organizaciones especializadas de gobierno corporativo para que apoyen públicamente las acciones disidentes	<i>Proxy fight</i>
	Anunciar públicamente la participación en la compañía	

Esta tendencia tendrá sin duda un creciente impacto en el comportamiento de los mercados de valores al estar sus compañías cotizadas más emblemáticas sometidas a un mayor seguimiento no sólo por parte de los analistas sino también de inversores activos, lo que en principio proyecta un entorno positivo para el funcionamiento del mercado tanto desde el punto de vista de liquidez como de valoración de los activos.

El hecho de que la crisis de Enron y la nueva regulación en materia de gobierno corporativo como la Ley Sarbanes-Oxley hayan facilitado el diálogo entre consejeros y accionistas se encuentra un poco en el trasfondo del proceso de apertura del diálogo de las empresas hacia los inversores activistas. Los inversores institucionales consideran positivamente el activismo, y este hecho los *hedge funds* lo saben.

3. El impacto de los *hedge funds* en las relaciones con inversores

Cuando hablamos de selección de valores de compañías en bolsa, los *hedge funds* desarrollan un análisis previo exhaustivo y riguroso de las compañías que pueden ser objetivo de su toma de posiciones largas o cortas, o estrategia de derivados en las carteras. Este análisis llega a ser a tan detallado que sólo se puede mantener a través de un seguimiento activo de las compañías en bolsa, de ahí su interés en establecer canales de comunicación fluidos con las compañías para tener un mejor entendimiento de su *equity story*, probablemente hoy mucho más activo que la práctica que llevan a cabo la gran mayoría de inversores institucionales más tradicionales que descansan parte de su fuente de información en el análisis que llevan a cabo los intermediarios financieros.

Un estudio reciente, publicado por el Instituto Nacional de Relaciones con Inversores (NIRI) de Estados Unidos, destaca que el profesional de las relaciones con inversores de las compañías en bolsa suele ser el primer punto de contacto de los accionistas activistas, por lo que juegan un papel fundamental para asesorar a la alta dirección y consejo de administración en la preparación de la respuesta a las demandas de dichos accionistas.

El cambio de dirección en la estrategia es de acuerdo con el estudio la *sugerencia* más frecuente (véase el gráfico 2).

Quizás lo más relevante desde el punto de vista de la compañía, no es tanto el riesgo de tener pro-

cesos abiertos de activismo accionarial como el riesgo de no disponer de una estrategia de comunicación con los mercados que evite o mitigue la amenaza del activismo accionarial, y esto tiene mucho que ver con seguir una serie de principios que rigen para contar con una buena práctica de relaciones con inversores.

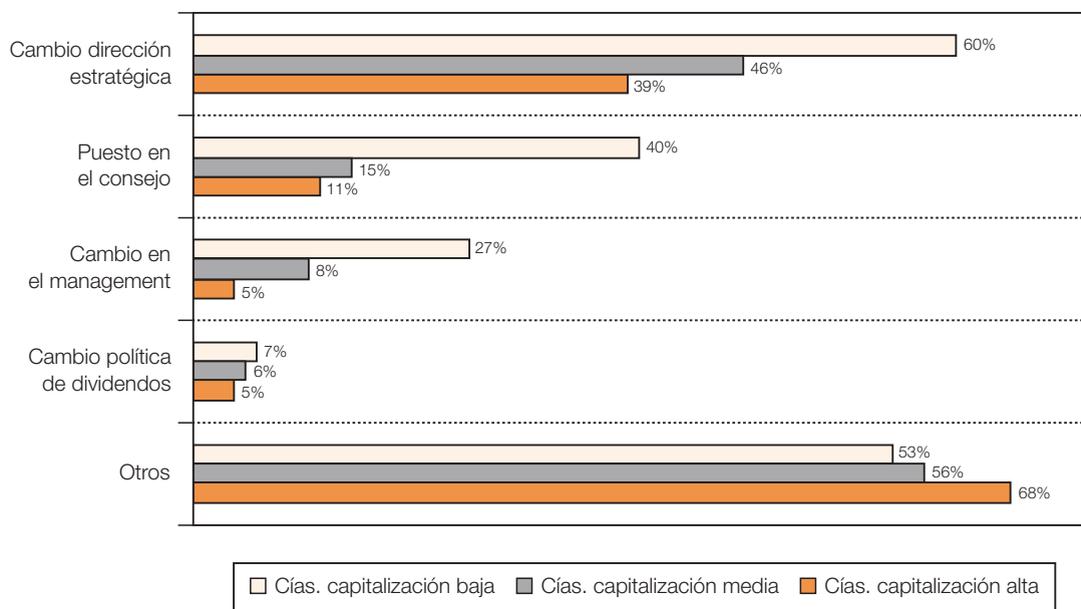
Es importante ser proactivo en la comunicación con inversores; trasladar todos los elementos clave de la estrategia a largo plazo de la compañía para la creación de valor; construir la credibilidad del *management* sobre bases sólidas de cumplimiento de los *guidance* comunicados al mercado; mantener canales abiertos de comunicación con todo tipo de inversores; identificar los ámbitos de la comunicación en los que la alta dirección, con el CEO a la cabeza, son los protagonistas y no el responsable de relaciones con inversores. Si la compañía sigue estos principios de actuación se encontrará en mejor situación para resolver cualquier proceso de activismo accionarial, que en cuyo caso debería reconocer como una oportunidad de mejora de su política de comunicación con los mercados, y no de riesgo.

En este sentido los responsables de relaciones con inversores tienen en este entorno una oportunidad única de demostrar el conocimiento que poseen de las áreas más vulnerables de la compañía, así como de las áreas con más potencial de creación de valor.

En general, se observa entre las compañías en bolsa una actitud huidiza respecto a mantener reuniones *cara a cara* con los representantes de *hedge funds*, a diferencia de la práctica habitual que llevan a cabo con los inversores institucionales más tradicionales como son los fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros. La mala prensa que afecta a estos nuevos agentes financieros les asigna un perfil especulador en su operativa en los mercados financieros, en términos de generar inestabilidad o incrementos artificiales en los precios de los activos financieros, lo que representa un factor determinante de las relaciones entre estos inversores y las empresas.

Sin embargo, un análisis detallado de la tipología de estos inversores permitiría distinguir diversas estrategias de inversión que no se corresponden con esa imagen, y que en muchos de ellos basan las decisiones de inversión en un análisis riguroso de los fundamentales de la compañía objetivo. No debemos olvidar que en los últimos años, estas sociedades de inversión han atraído al mejor talento, a la élite de la industria de análisis y gestión de activos financieros, probablemente apalanándose en sus atractivos sistemas de retribución.

GRÁFICO 2
¿QUÉ DEMANDAN LOS ACCIONISTAS ACTIVISTAS?
 (Respuestas múltiples)



Fuente: National Investor Relations Institute, 2007.

Es un hecho que los gestores o analistas *buy-side* estrellas de los ochenta no se encuentran hoy entre los grandes inversores institucionales. Por ello, desde la perspectiva de las compañías en bolsa, sería un error adoptar una actitud defensiva respecto a los *hedge funds* en materia de relaciones con inversores. Todo lo contrario, el mayor protagonismo de estos inversores en los mercados debería llevar a la reflexión sobre la importancia que para cualquier compañía que cotiza en bolsa tiene conocer en más profundidad este tipo de nuevos inversores, cómo operan, sus procesos de toma de decisiones, si son o no accionistas de largo plazo, la experiencia de sus gestores, su trayectoria de rentabilidad, el patrimonio que gestionan, las diferentes estrategias de inversión, todos aquellos aspectos que analizados por los responsables de relaciones con inversores permitirían a cualquier empresa alertar sobre una posible situación vulnerable frente a un determinado inversor y sobre cómo gestionar adecuadamente un proceso de activismo accionario. Conocer bien a tus inversores, conocer bien las fortalezas y debilidades de tu compañía, tu valoración intrínseca y tu comportamiento relativo respecto a tus competidores en las carte-

ras de los inversores institucionales puede dar muchos indicios de un entorno proclive o no a la *inestabilidad* accionarial. El menor grado de regulación al que están sometidos estos inversores constituye un auténtico reto para los responsables de relaciones con inversores, sobre todo en materia de identificación e inteligencia de mercado.

Hoy en día, se estima que de los más de 10.000 *hedge funds*, no más de cien firmas son reconocidas activistas, y representarían un capital bajo gestión entre 50 y 100 mil millones de US\$. Además la industria de *hedge funds* hoy presenta una elevada concentración de tal manera que entre alrededor de 200 firmas controlan el 75% del total de activos bajo gestión. Por tanto, a pesar de la falta de registro de la mayoría de ellos y de sus posiciones, hay caminos para identificar a los más relevantes, a los creadores de opinión, a los más activistas, y a partir de ahí establecer una estrategia de comunicación en relaciones con inversores que permita seguir su evolución en mercado y sobre todo respecto a la compañía que nos interesa.

En este contexto de mercado es importante para cualquier compañía abrir canales de comunicación con este tipo de inversores, tener prepa-

rada una estrategia de reacción rápida, proactiva, discreta y próxima, fuera de los medios de comunicación, recabando apoyo de otros accionistas. Hay que asumir que estos inversores tienen experiencia en este tipo de procesos, saben qué tipo de información de la compañía deben conocer antes de abrir un proceso de reclamaciones o reivindicaciones al grupo gestor. El *management* debe mantener informado al consejo sobre las propuestas y la estrategia de la compañía para defenderse de movimientos accionariales que van en contra de los intereses generales de los accionistas. Comunicar al resto de accionistas la estrategia de la compañía puede ser clave en la resolución del conflicto. Es evidente que este tipo de procesos consumen mucho tiempo de la gestión en las compañías, distraendo las agendas de alta dirección del núcleo central de actividad.

Dedicar recursos a conocer las áreas más vulnerables de una compañía en cualquiera de sus dimensiones, estructura de capital, operativa, reglamentos internos de conducta, de *compliance*, de gobierno corporativo, de procesos, siempre será rentable de cara a tener una estrategia o mecanismo preparado ante un eventual ataque por parte de los inversores activistas.

Los *hedge funds* se van a constituir a futuro en los mayores creadores de opinión sobre los valores en bolsa. Una buena reunión con un gestor de *hedge fund* que estaba planteándose quedarse corto en el valor puede hacerle cambiar de idea. Los *hedge funds* van a tomar posiciones en los mercados, se les reciba o no por parte de las compañías, y no es menos cierto que la falta de comunicación o acceso al primer nivel del equipo directivo genera incertidumbre. Y la incertidumbre siempre acaba en descuento de la cotización. No se puede meter en el mismo saco a todas las categorías de *hedge funds*, la mayoría están aportando eficiencia y liquidez a los mercados, y el ritmo de crecimiento en captación de fondos desde otros inversores en el futuro van a ser más relevantes si cabe. Hay que asumir que estos gestores buscarán también obtener rentabilidades aprovechando los ciclos bajistas. Esto es un hecho, no es una hipótesis.

En definitiva, en manos de los profesionales de relaciones con inversores va a estar gran parte de la capacidad de reacción de las compañías al activismo accionarial, que, por otro lado, está siendo en algunos casos una vía eficiente e indirecta de creación de valor. □

BIBLIOGRAFÍA

- Alan Greenspan (2007): *The Age of Turbulence*, The Penguin Press, pág. 369-372, pág. 192-194.
- April Klein y Emanuel Zur (octubre 2006): *Hedge Fund activism*, ECGI Working Paper Series in Finance.
- Division of Investment Management, U.S. Securities and Exchange Commission (septiembre 2003): *Implications of the Growth of Hedge Funds*, U.S. Securities and Exchange Commission.
- Dominic Vail & Jim Beasley-Suffolk (marzo 2007): *Demystifying Hedge Funds*, Merrill Lynch.
- Goldman Sachs (agosto 2007): *Hedge Funds and Activism in Current Capital Markets*, Goldman Sachs.
- Hedge Fund Research, Inc (2007): *HFR Industry Report-Second Quarter 2007*.
- Hedge Fund Working Group (octubre 2007): *Approach to best practice in context*, Hedge Fund Standards consultation Paper.
- Linda Kelleger (agosto 2007): *NIRI Activist Investor Survey-Engage for Success*, NIRI.
- Merrill Lynch (julio 2007): *Global Markets Financing & Services Bull Breakfast*, Capital Raising Trends.
- Morgan Stanley (agosto 2007): *Brokers and Asset Managers, Global Trends and Valuation*, Morgan Stanley.
- Richard Bernstein (junio 2007): *Thought for the Day-Hedge Funds*, Merrill Lynch.
- The OECD Steering Group on Corporate Governance (mayo 2007): *The role of private pools of capital in corporate governance: summary and main findings about the role of Private Equity and activist Hedge Funds*, OECD.
- Thomson Financial (octubre 2005): *Hedge Fund Bootcamp: Everything you wanted to know about hedge funds but were afraid to ask*, Thomson Co.

RESUMEN

El auge que han protagonizado los *hedge funds* en los últimos años en los mercados financieros se está trasladando desde su relevancia en el volumen diario de negociación de los mercados de valores a los movimientos de activismo accionarial. En general, sus iniciativas para influir en la gestión de las empresas con cotización en bolsa se está viendo apoyada por los inversores institucionales más tradicionales, que ven en ellas una vía indirecta de creación de valor. Las diferentes tácticas que estos nuevos vehículos de inversión adoptan en sus demandas a las empresas, en ocasiones hostiles, convierten a los profesionales de las relaciones con inversores en elementos clave para la preparación de la respuesta de las compañías afectadas con el fin de proteger los intereses generales de los accionistas.

Palabras clave: Hedge funds, Activismo accionarial, Relaciones con inversores.

Nuevos actores: *hedge funds*

1. Gestión alternativa ¿respuesta a un entorno incierto?

El artículo pretende abordar de manera resumida algunos de los mitos que rodean a los *hedge funds*, proponiendo una visión global del proceso inversor y la gestión de activos como una actividad dinámica, donde el uso del análisis fundamental, los cambios en el entorno y las expectativas macroeconómicas supongan oportunidades nuevas para crear valor.

2. El objetivo de un *hedge fund*

En mi experiencia profesional, tanto en empresas industriales, como analista financiero y gestor en fondos de inversión, pocas veces he visto un término que genere más polémica: *hedge fund*. Podríamos traducirlo como fondo *cubierto* pero en mi opinión, la mejor descripción es *fondo de gestión alternativa*, ya que en esencia su objetivo es tomar los distintos instrumentos del mercado para invertir de la manera más racional posible, extrayendo de la inversión en un determinado activo el riesgo de mercado, o factores exógenos a ese activo.

Por alguna razón, en los últimos años hemos visto una enorme preocupación por la llegada de los *hedge funds*. Los reguladores, especialmente en Europa, ven con cautela a estos fondos que gestionan más de 300 billones de dólares en EE.UU., con crecimientos del 20% anual, y que están desbancando a los grupos de inversión tradicional. En parte, esa cautela proviene de una visión exagerada de la estrategia de estos fondos. Los periódicos, particularmente los digitales, pintan un panorama muy divertido. *Los temidos hedge funds se adueñan de los mercados fondos no regulados [...] las autoridades no tienen control sobre ellos* (curioso comentario cuando los *hedge funds* españoles, americanos y británicos están regulados por la CNMV, SEC y la FSA); *ahora en el mercado se estima que una parte importante del elevado precio del petróleo, más del 25%, se debe exclusivamente a la especulación protagonizada por los hedge funds* (*El Mundo*, 29 agosto 2005). *Los hedge funds los manejan jóvenes que sacaron buenas notas en la universidad y con 26 años manejan millones incluso billones de dólares* (suinversion.com, agosto 1, 2007). Este último equipará a los *hedge funds* con los neo-cons. El mercado cae y son los *hedge funds* los culpables, el mercado sube y son los *hedge funds* calentando...

Daniel Lacalle

Economista.

Portfolio Manager y Senior Analyst en Ecofin Limited

Un *hedge fund* busca la mayor inestabilidad y volatilidad para generar retornos a corto plazo, magnificando los impactos de cualquier noticia o evento (Cotizalia, agosto 2007), en cambio los bancos y fondos de inversión tradicionales son estables (tan estables que algunos fondos de renombre y otros *garantizados* han dado retornos por debajo de la inflación durante años según FT.com julio 2007).

Nada más lejos de la realidad. El objetivo de un *hedge fund* es poner a disposición del inversor a un equipo de profesionales de experiencia y prestigio reconocido, y con capacidad y libertad para utilizar todos los instrumentos disponibles en el mercado, tomando posiciones de manera activa con distintos períodos de maduración, disponiendo de la posibilidad de tomar prestado algunos activos y de usar un apalancamiento adecuado para obtener altas rentabilidades sin exponer al inversor a riesgos innecesarios.

El mercado bursátil en sí mismo supone una oportunidad de inversión precisamente porque existe una ineficiente apreciación de distintos activos que permite generar retornos al inversor a medida que ese activo se acerca a su valor real relativo a su sector, su entorno y el país en que cotiza. Esas ineficiencias no son siempre expectativas de revalorización, y es ahí donde un *hedge fund* busca maximizar beneficios. La oportunidad también se encuentra en comprar prestado un activo sobrepreciado o simplemente correctamente valorado (*fully valued*) con el objetivo de generar un retorno si el activo cae, o servir de liquidez para invertir en un valor más atractivo. Por supuesto, para identificar estas oportunidades se utilizan rigurosos métodos de análisis y estimación, como veremos después.

3. Gestión activa

La supuesta búsqueda de la volatilidad y cortoplazismo que tanto preocupa a los comentaristas mencionados, sin embargo, contrasta con mi experiencia y la de cualquier gestor de *hedge funds*, que busca generar un portafolio que crezca en activos y que además minimice los costes de transacción. Todos los críticos parecen olvidar las importantes comisiones que se pagan por comprar y vender acciones o ejercitar opciones, comisiones que sustentan el negocio de bancos de inversión y entidades depositarias. En esencia, el gestor busca crear un portafolio que genere retornos adecuados al riesgo tomado, con un horizonte inversor entre seis y doce meses. En realidad, el

portafolio perfecto estaría compuesto de activos que en un período no menor a seis meses contenga un 56% de *apuestas correctas* y sobre el cual se pueda construir y aumentar las inversiones sin convertir al portafolio en una mezcla de demasiados instrumentos imposible de manejar. Efectivamente, en un portafolio *óptimo*, el gestor tendría un máximo del 20% del capital en apuestas a corto plazo (menos de tres meses), o definidas por eventos futuros precisos (una presentación estratégica, un cambio de *management* esperado,...). En definitiva, un portafolio que permita buscar nuevas oportunidades de aumentar el *libro* (cartera, capital invertido) y buscar nuevas ideas sin tener que hacer *trading* diario. De hecho, la mayoría de los gestores de *hedge funds* consideran el *day trading* la guinda, el *icing on the cake* de un portafolio sólido.

El gestor de un *hedge fund* busca generar alpha, o retornos superiores a la evolución media de los mercados (beta) y para ello puede tomar posiciones *short* (comprar activos a préstamo) y *long* (compra tradicional) en acciones o *commodities*, usar arbitrajes, negociar opciones o bonos e invertir en cualquier oportunidad o mercado donde se obtengan buenos retornos y menor riesgo. Así, la cobertura contra cambios de tendencia del mercado se obtendría anticipando la volatilidad y correcciones y aprovechando las oportunidades a través de una gestión activa, que puede ser a largo, medio y corto plazo. Para el mismo activo, un gestor puede considerar una subida inesperada como una oportunidad de vender, como parte del proceso de revalorización hasta su precio objetivo, como una oportunidad de ponerse corto o como una oportunidad de cerrar un corto ante el riesgo de que se revalorice más. En definitiva, la gestión activa dota a ese activo de liquidez y ofrece oportunidades adicionales a los inversores, abaratando los costes de transacción mientras tanto (al haber más operadores comprando y vendiendo, el mercado se hace más competitivo). En general, esta técnica de gestión activa se basa en modelos de análisis técnico (utilizando medias móviles, indicadores de volumen, etc.) unidos a modelos específicos de cada empresa y comparación de múltiplos (PE, EV/EBITDA, PEG), precios objetivo absolutos y relativos, con señales de compra y de venta.

El cuadro 1 muestra un determinado sector de empresas muy similares (refinerías) y el múltiplo EV/EBITDA, que es el valor firma, o precio de mercado de una empresa más su deuda, dividido por su resultado operativo antes de depreciación, o una manera común de saber cuántas

CUADRO 1

	2005	2006	2007E	2008E	Media 05-08
Valor A	7,0	9,6	6,6	5,4	7,1
Valor B	11,0	10,5	8,7	8,3	9,7
Valor C	6,3	6,7	5,8	5,4	6,1
Media europea	8,2	8,9	7,0	6,4	7,6
Media EE.UU.	6,7	5,4	5,0	6,6	5,9
Media global	7,5	7,1	6,0	6,5	6,8

Fuente: Datos empresas, consenso analistas Bloomberg agosto 2007.

veces descuenta el precio de la acción los resultados de la empresa. Se muestra el múltiplo a los que cada empresa cotiza y ha cotizado en el pasado, y una estimación para 2008. Interesante ver que lo que parece barato (bajos múltiplos) sin embargo puede ser una *trampa de valor* (o valores que parecen baratos pero que tradicionalmente siempre lo han sido), y además se refleja un riesgo claro al haberse reducido ese múltiplo con el tiempo (media 05-08 *versus* 2007), es decir, el mercado asigna un riesgo creciente y expectativas menores. Adicionalmente es interesante ver cómo el *descuento* de algunos valores sobre sus comparables es estructural, por lo que algo aparentemente infravalorado no lo es tanto. Ni que decir tiene que excelentes *shorts* a medio plazo son estos sectores, y dentro de ellos lo atractivo que puede ser un *par long-short* EE.UU. *versus* Europa o valor por valor exento de riesgo *commodity* si los fundamentales lo justifican. Puro alpha.

No hay un método universal, sino que cada gestor utiliza sus propias técnicas. Es por ello que el gestor y su *track-record* son una parte esencial de la diferencia y éxito entre distintos *hedge funds*.

Por eso es importante comprender las diferencias entre las estrategias de los *hedge funds* ya que no todos ellos son iguales y los retornos sobre la inversión, la volatilidad y el riesgo varían sustancialmente.

4. Críticas y realidad

Lo interesante de la polémica generada en estos años es que es precisamente el *shorting*, el proceso de *ponerse corto*, lo que genera más suspicacias. Debería ser algo positivo que un activo que se supone generará un retorno adecuado pueda prestarse, generando liquidez y volumen de contratación.

Detrás de muchas de las críticas, en mi opinión, se esconde un cierto miedo al mercado, a su libre movimiento y a que éste refleje en un valor el impacto de una noticia, una decisión o un movimiento estratégico. ¿Por qué le va a preocupar a una empresa que el mercado esté corto en su valor si va a cumplir o superar sus promesas, generar valor y defender a sus accionistas minoritarios? Cuando yo trabajaba en el mundo corporativo como Investor Relations veía estas situaciones como oportunidades. Si los objetivos se cumplen el valor subirá más de lo esperado al generarse un *short squeeze* (ante un evento o una sorpresa positiva un gran número de *hedge funds* cierra sus cortos, es decir, recompra los valores tomados prestados, creándose un mayor efecto positivo).

Otra de las grandes preocupaciones viene por el aparentemente alto apalancamiento con el que un *hedge fund* funciona. Creo que en esto también hay un mito interesante, ya que en mi experiencia profesional en uno de los mayores *hedge funds* del mundo (\$14 billones de activos gestionados) el nivel de apalancamiento está totalmente correlacionado con el nivel de riesgo. Es decir, dado que el fondo (y por lo tanto sus gestores) funciona bajo unos parámetros de riesgo muy rígidos, el nivel de apalancamiento está justificado por el bajo riesgo relativo. Es lo mismo que cuando analizamos empresas y aceptamos que una empresa regulada con ingresos predecibles y costes controlados tenga endeudamientos del 200% de deuda neta sobre activos, mientras que en una empresa de servicios tecnológicos exigimos un nivel de deuda muy inferior, cercano al 25%.

Además no debemos olvidar que, al contrario que en muchas entidades inversoras, en un *hedge fund*, el gestor comparte retornos y riesgos con el inversor. Es cierto que invertir en un *hedge fund* es caro. Se cobran comisiones de gestión de alrededor del 4%, se exige un *lock-up* o período mínimo sin reembolso que puede ser de tres años, y

las cantidades mínimas de inversión rondan los 500.000 dólares. No es una inversión para accionistas desinformados. Cada mes se informa a los participantes en detalle sobre la evolución del fondo y sus activos. Además, esa visión casi apocalíptica de un grupo de alocados moviendo el mercado se destruye rápidamente cuando se estudia el mercado y se ve que en los casi 10.000 *hedge funds*, la inmensa mayoría de los gestores trabajan con el sistema retributivo más darwiniano e inequívoco del mundo: un salario que en más del 75% corresponde a la participación en los beneficios generados (por el gestor, no por el fondo) como única variable y un riesgo personal evidente (en la industria es habitual la fórmula de revisión trimestral o semestral de retornos). Por lo tanto, el gestor de un *hedge fund* tiene por naturaleza poco interés en jugarse su prestigio, carrera y sueldo en *especular*. De hecho, pocos gestores he conocido que sean más concienzudos en su análisis de las empresas y más detallados en su proceso de compra y venta que los de los *hedge funds* y, por lo tanto, su decisión sobre cuándo comprar y vender es independiente de lo que los analistas recomienden, aunque es un factor a considerar, dado que todos los *hedge funds* tienen analistas propios (que normalmente provienen de las mejores casas de análisis).

5. Estrategias

Desde mi punto de vista, uno de los elementos esenciales para separar la estrategia de cada *hedge fund* pasa por identificar el nivel de riesgo-retorno buscado. Uno de los errores que se han cometido en los últimos años ha sido buscar retornos en sí mismos (16, 20, 30%) y no retornos basados en el riesgo asumido (VAR, *value at risk*, o cuánto podemos perder con un nivel de confianza del 95%) basado en distintos métodos de cálculo. El más habitual, y simple, es simular el comportamiento de los riesgos subyacentes al activo a través de distintos escenarios, identificando los factores de riesgo que afectan al activo basado en regresiones múltiples. Si tomamos un valor en particular, se identifica el riesgo de beta, factor país, factores macro (precio de *commodities*, tipos de interés). Así, ante una inversión de un dólar en un activo determinado, se estima cuánto de ese dólar se pone en *riesgo* basado en el pasado. Por supuesto, el pasado no necesariamente identifica todo lo que va a hacer que un valor suba o baje, pero incuestionablemente, en el mercado de valores, es una herramienta muy poderosa, porque, aunque no queramos muchas veces reco-

nocerlo, el pasado tiende a repetirse y el mercado de valores se mueve por el efecto *rebaño de ovejas*. Es por ello que el análisis técnico ayuda tanto como el análisis fundamental en el proceso inversor, porque el comportamiento de un activo en el pasado es muy revelador y nos permite identificar puntos de inflexión (resistencias y soportes, como todos conocemos).

El gráfico 1 muestra un claro *short*, absoluto y relativo al sector, pero lo más interesante es que asimismo muestra que los niveles de soporte son aún menores, así que aunque esta acción *parezca* que ha bajado mucho, aún continuará siendo un *short* interesante durante un tiempo a pesar de estar cotizando muy por debajo de los precios objetivos de consenso (línea *target price*).

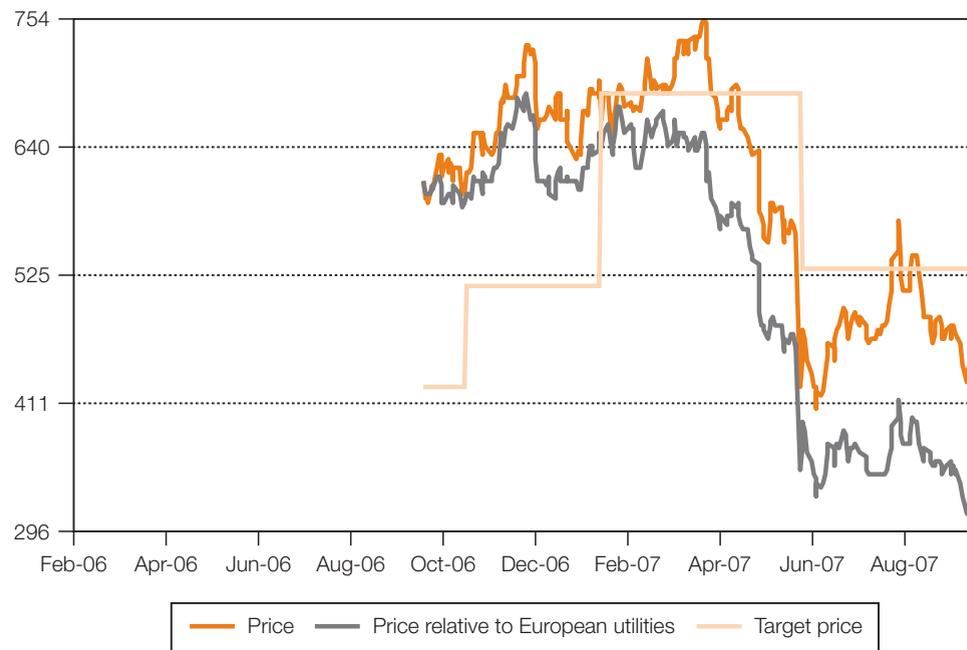
El gráfico 2 muestra la rentabilidad que hubiera generado un *short* en dicho valor comparado con su sector en un período de nueve meses, con distintos puntos de cambio donde incrementar posiciones o tomar beneficios.

En cuanto a las estrategias de inversión, aquellas que no están correlacionadas a la liquidez del mercado, para mí la máxima expresión de la verdadera *gestión alternativa*, son capaces de arrojar retornos superiores consistentes con riesgos de pérdida extremadamente bajos, mientras que otros pueden ser muy volátiles. Adicionalmente, el gestor debe hacer un trabajo muy detallado para separar cuáles son las oportunidades reales de las ficticias. Desde mi punto de vista, el proceso con cada uno de los activos se divide en tres partes: a) análisis fundamental (modelos de estimación y valoración de suma de partes), b) análisis técnico y c) identificación de catalizadores, o eventos que van a ayudar a poner en valor a un activo cuando el mercado confirme su realización (expectativas de resultados trimestrales como claro ejemplo).

Pasaremos ahora a enumerar algunas de las estrategias de inversión más conocidas, y basado en la volatilidad esperada identificaremos niveles de apalancamiento habituales:

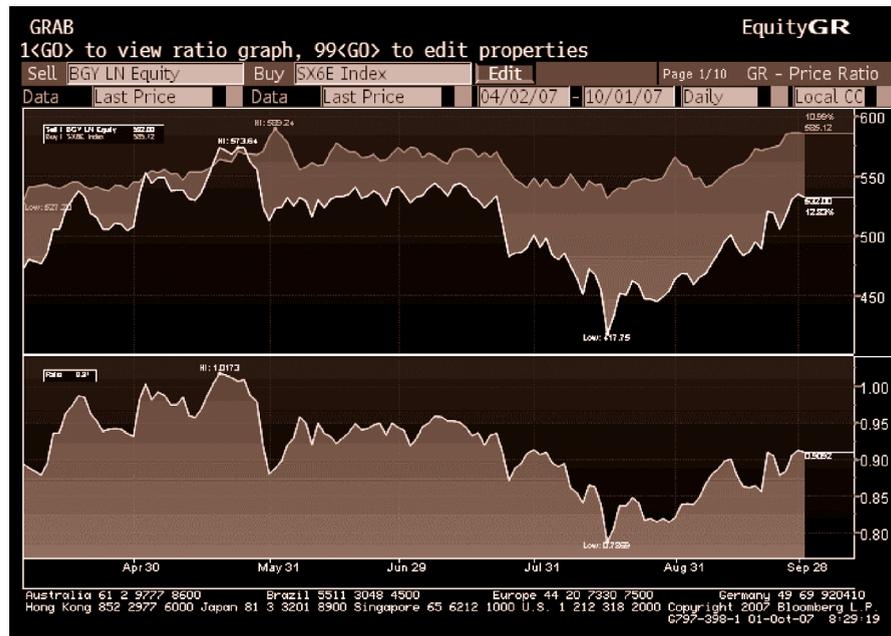
— *Crecimiento agresivo*. Lo que habitualmente se conoce como *expansión de múltiplos* o *EPS driven* (basado en el beneficio neto por acción). Se trata de invertir en activos donde se estima un cambio de tendencia y un crecimiento de beneficio por acción (*Earnings Per Share*, EPS) superior a la media histórica. Suelen venir acompañadas de un estudio muy detallado de cada uno de los factores que *mueven una acción* y suelen ser orientadas a un sector en particular. Dada la alta volatilidad de la apuesta y los niveles de riesgo que afectan a la predicción, lo habitual es un apalancamiento bajo.

GRÁFICO 1



Fuente: Bloomberg (valor BGY LN).

GRÁFICO 2



Fuente: Bloomberg.

— *Arbitraje*. La tradicional *estrategia de pares (long-short)* que busca compensar los efectos exógenos al valor sujeto a un determinado evento (normalmente una fusión o adquisición) tomando posiciones en distintos activos del mismo tipo (acciones o futuros) es la estrategia en la cual el valor del gestor es más acentuado, donde se refleja adecuadamente el análisis de cada activo y debería merecer un nivel de apalancamiento superior (algunos fondos de estrategia beta cero están apalancados hasta treinta veces).

— *Sectorial*. Concentrándose en un sector particular con un equipo gestor compuesto por expertos, esta estrategia parece menos arriesgada. Se trata de invertir *long* y *short* en un determinado sector y el retorno está enteramente basado en la mejor elección de activos (*stock picking*). Dado el bajo riesgo asumido, al cubrir la mayoría del riesgo de mercado, el apalancamiento suele ser muy alto.

— *Mercados emergentes*. La favorita de muchos *hedge funds* que buscan retornos superiores a corto plazo, pero también la más arriesgada. Efectivamente, un activo del mismo sector en un mercado emergente suele estar expuesto a crecimientos futuros superiores si las condiciones son favorables, pero también tienen un mayor riesgo, mayor volatilidad y riesgo de crecimiento de inflación. Además, el mayor riesgo suele venir de la dificultad de cubrir la inversión y la dificultad de vender en caso de crisis (lo que genera caídas superiores). Tal volatilidad y riesgo, en mi opinión, sólo se debe cubrir con otro activo similar (en resumen, buscar pura alpha) en el mismo país y sector. Apalancamiento moderado aconsejable.

— *Macro*. Para mí, moderadamente arriesgada. Adelantar o predecir movimientos macroeconómicos globales y su consiguiente impacto en el precio de los activos, tipos de interés, etc., es significativamente complejo y nunca podemos asegurar que la tendencia identificada vaya a impactar al precio de los activos en tiempo y forma esperados. De hecho, en mi opinión, este tipo de estrategias deben estar suficientemente cubiertas y con bajo apalancamiento. Recuerdo un colega que hacía complicadísimos modelos económicos para invertir en *commodities* que luego dependían de algo tan impredecible como asumir si la temporada de huracanes tocaría las costas americanas o no.

— *Situaciones especiales*. Cada fondo tiene su definición de *special situation*, pero en general se trata de toda inversión que se sale de la actividad normal de comprar y vender instrumentos financieros disponibles para cualquier inversor. Por

ejemplo, financiar una empresa antes de que salga a bolsa, participar en ampliaciones de capital de empresas no cotizadas, invertir en proyectos tangibles o industriales con el objetivo de vender la participación posteriormente o apalancar el activo antes de venderlo, etc. Lo más complicado es buscar la manera de cubrir estas inversiones. Normalmente lo más recomendable es cubrir con una combinación de futuros y acciones que repliquen los factores de riesgo identificados en ese activo (por ejemplo, si invertimos en construir una refinería es recomendable cubrirse con futuros sobre los márgenes de refino y el índice bursátil del país). Se suelen utilizar derivados para aumentar los retornos y compensar riesgos (particularmente de tipo de interés en el caso de una financiación). Suelen ser inversiones que involucran a distintos profesionales de un fondo y, por su naturaleza, se toman con mucha cautela, por lo que la volatilidad es tradicionalmente baja y el apalancamiento muy alto.

— *Toma de pulso*. Se trata de invertir *long short* en mercados específicos dependiendo de las perspectivas esperadas por el gestor y su equipo. No deja de ser parecida a la estrategia macro, aunque en general un buen análisis de un mercado particular (país, sector) es tradicionalmente más preciso en identificar movimientos futuros por depender de elementos idiosincrásicos muy precisos (obviamente, en un entorno de tipos de interés al alza, tomar una posición larga bancos corta eléctricas, que suelen estar muy endeudadas, es un claro ejemplo).

— *Event driven*. Básicamente busca invertir en activos basado en un evento o noticia muy particular que se espera tenga un impacto dramático en el precio de un activo, con el objeto de extraer alpha de esa noticia independientemente de los atractivos o riesgos fundamentales de dicho activo. Es una actividad muy compleja que requiere un estudio muy concienzudo de la situación analizada y un nivel de experiencia muy relevante para identificar puntos de inflexión y atrapar retornos positivos independientemente del tiempo que pase hasta que el evento ocurra (probablemente todo el mundo tenga en mente los largos procesos de las opas sobre ABN y Endesa y las inflexiones en la cotización de esas empresas dependiendo de las expectativas). En principio, la volatilidad esperada debe ser baja y suele cubrirse bien con activos similares, por ello el apalancamiento suele ser muy alto.

— *Estrategia múltiple*. Claramente lo que la gran mayoría de *hedge funds* está llevando a cabo: diversificar y reducir riesgo utilizando varias estrategias gestionadas por profesionales especializa-

dos por áreas. Cada gestor, además, puede mejorar sus retornos incorporando sistemas diferentes (por ejemplo, si ya posee una cantidad importante de un valor y no quiere comprar más acciones, incluir opciones y warrants para sobrecargar o reducir riesgo), identificando el momento para incorporar estimaciones sectoriales y macroeconómicas o más exposición a pares *long-short*, típico de situaciones de incertidumbre.

6. Construcción de carteras

Nos ceñiremos en este apartado a mi experiencia particular, que es la gestión de una cartera dentro del sector energético.

Si hacemos un breve repaso a las recomendaciones de los bancos de inversión, veremos que el sector petrolero parece a simple vista una gran oportunidad de inversión. Los precios objetivo de consenso son entre un 25 y un 28% sobre el precio actual, casi todas las recomendaciones son positivas o neutrales y las empresas recomendadas son grandes, sólidas. Sin embargo, los retornos del sector desde 2004 han sido muy inferiores a los del mercado y el sector ha sido un claro *underperformer* contra su mayor factor de riesgo, el precio del petróleo (un 24% de diferencia entre 2005 y agosto 2007). Todo ello basado en tres factores: múltiplos estáticos (empresas demasiado grandes y no crecen, llevan cotizando a PER 10-10,5 más de cuatro años), consolidación pero fundamentalmente como compradores y factores macro negativos (riesgo país aumentando mientras pierden influencia en los países productores). El cuadro 2 (los nombres de los valores están omitidos) muestra una de las razones: el sector se mantendrá barato, entre otros factores, porque el ROCE (retorno sobre el capital empleado) decre-

ce y el *cash flow* generado (DACF) decrece comparado con el valor firma.

Si vemos el sector eléctrico, ha sido todo lo contrario. Expansión de múltiplos y crecimientos espectaculares (15% anual 2004-2007) basados en tres factores: precio del petróleo (que afecta positivamente al precio de la electricidad), consolidación (todo el sector afectado por fusiones y adquisiciones) y riesgo país descendiendo (crecimiento de demanda y regulaciones fundamentalmente benignas y en la mayoría de los casos predecibles). Ambos sectores son buenos pagadores de dividendos (con yields del 2-2,5%) por lo que este factor se neutraliza.

Bien, lo lógico en este entorno es que se haga el esfuerzo de crear carteras neutrales al mercado robustos en ideas, con una clara orientación a los fundamentales de cada valor y con una perspectiva a medio-largo plazo (seis, nueve, doce meses). Utilizar índices (Ibex, CAC, DAX, o sectoriales) como cobertura es válido pero conviene no abusar, porque en tiempos de incertidumbre no ayuda a continuar generando retornos atractivos. Si vemos el gráfico 3, veremos que en un mismo sector sujeto a las mismas variables y factores de riesgo se dan excelentes oportunidades *long-short* sin utilizar los índices (*long* EOA-*long* EDF *short* BGY ha generado rentabilidades muy superiores y con menor riesgo que *short* SX6E, el índice del sector).

En mi experiencia, el gestor tiene capacidad de seguir exhaustivamente hasta 50-60 empresas, creando modelos individuales de análisis de resultados (un sencillo estado de pérdidas y ganancias, *cash flow* y una suma de partes por cada valor), usando análisis técnico, regresiones múltiples y comparativas de múltiplos intrasector acción por acción para identificar oportunidades de inversión *long* y *short*.

CUADRO 2

	P/E (x)			EV/DACF (x)			ROCE (%)		
	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
	9,2	9,1	9,0	7,4	7,3	7,3	20,1	18,7	17,3
	9,9	10,5	11,8	6,5	6,6	6,9	17,7	15,2	12,7
	9,8	10,4	11,7	6,5	6,5	6,8	17,7	15,2	12,7
	9,6	9,6	10,0	6,7	6,5	6,6	18,7	17,2	15,2
	10,4	10,8	11,1	7,5	8,0	8,3	39,6	33,3	28,9
	8,6	8,9	9,3	5,9	6,1	6,2	22,1	19,4	16,7
	9,7	10,0	10,4	7,0	7,1	7,4	26,9	23,3	20,3

Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 3



Fuente: Bloomberg.

Lo curioso es que la frase más extendida entre los analistas del lado vendedor (*sell-side*) es que *es muy difícil encontrar cortos*. Eso se debe a que el *sell-side* tiende a considerar la mayoría de las noticias o eventos en términos de potencial de revalorización (*upside*), lo cual es muy lógico cuando se sigue un número limitado de empresas con gran detalle (un buen analista no cubre más de diez empresas). Cuando yo era analista del *sell-side* también me costaba identificar *underperformers*, y eso es porque el analista tiene por obligación mirar a muy largo plazo y ver un panorama estratégico similar al del *management* de la empresa, lo cual no es necesariamente un horizonte atractivo para un inversor a menos que tenga una paciencia infinita y capacidad de perder dinero o no ganarlo (que es lo mismo, considerando el coste de oportunidad y de financiación). Generalmente las recomendaciones de analistas suelen ser un 50% *compra* o *fuerte compra*, 30% *mantener* o *neutral* y 20% *vender* (media de recomendaciones de diez principales casa de análisis en sector energético agosto 2007, con el mercado desplomándose, Bloomberg agosto 2007). Lo interesante es que, en realidad sí hay, y muchas, oportunidades de *shorts*, no necesariamente en valores que vayan

a caer, pero sí claramente en valores que se comportarán peor que sus comparables. La labor del *sell-side* para el gestor de *hedge funds* es esencial pero se debe siempre recordar que el que gana o pierde dinero es el gestor, y que nada sirve de justificación ante un número rojo. El *sell-side* identifica puntos de vista diferentes, y pone en cuestión las ideas del gestor, además de recordar buenas oportunidades posiblemente olvidadas por cubrir un espectro mayor de empresas. Adicionalmente, para el gestor de *hedge funds*, el análisis del *sell-side* le sirve de *chequeo de realidad* sobre sus propias estimaciones y le señala oportunidades de *trading*.

De esta manera, se puede construir una cartera de acciones muy competitiva con un núcleo *core* de inversiones con posiciones grandes a largo plazo, compuesto por unos siete o diez valores *long-short* (recordemos que en estos sectores las empresas tienden a tener planes estratégicos a cinco años, lo cual permite identificar *outperformers* y *underperformers* con un buen análisis fundamental). A este núcleo se le incluirán entre seis y ocho posiciones *long short* a corto plazo que permitan generar oportunidades por eventos o seguimiento de resultados trimestrales, incluso

CUADRO 3

Trade Idea	Returns to Closing Price (%)	Momentum (%)	Market Sensitivity (%)	Growth (%)	Value (%)	Country % Risk
SmallBuy	12,69	0,70	0,01	-0,08	-0,03	0,163
LargeSell	3,61	0,30	0,01	-0,03	0,01	0,129
SmallBuy	35,56	0,60	-0,01	-0,04	0,00	0,033
LargeBuy	7,63	0,10	0,02	0,02	0,00	0,019
SmallBuy	19,82	0,40	0,03	-0,03	-0,04	0,033
LargeBuy	24,32	0,04	0,02	0,00	0,02	0,019
LargeBuy	93,18	0,02	0,02	0,01	0,03	-0,201
LargeBuy	55,65	-0,20	0,02	0,01	0,02	0,063
SmallSell	21,68	0,90	0,03	-0,01	-0,02	-0,183
LargeSell	32,92	-0,10	0,01	-0,02	0,01	0,063
SmallBuy	3,44	0,50	-0,03	-0,04	-0,01	0,163
SmallSell	25,22	-0,70	-0,03	0,00	0,04	-0,183
SmallSell	6,88	0,20	0,04	-0,03	-0,02	0,163
LargeSell	59,50	0,10	0,00	0,04	-0,05	-0,064
SmallBuy	43,95	0,10	0,00	-0,05	0,04	0,139
SmallBuy	18,69	-0,60	0,01	0,00	-0,04	0,163
LargeSell	27,91	-0,20	0,02	-0,01	0,05	0,033
SmallSell	79,05	0,30	0,00	0,02	-0,01	-0,201
LargeBuy	7,26	0,10	0,03	0,03	0,02	0,163
LargeSell	40,00	0,10	0,03	0,02	0,00	0,019
SmallSell	13,99	0,30	0,05	-0,02	-0,01	0,163
LargeBuy	36,41	0,10	-0,02	-0,01	0,01	0,063
SmallSell	7,49	0,60	0,03	0,02	-0,02	0,163
LargeSell	49,09	0,90	-0,01	0,03	-0,01	0,063

Fuente: Interna.

movimientos macroeconómicos identificables (subida del precio del petróleo por crisis geopolíticas, bajada por exceso de demanda).

El cuadro 3 muestra a modo puramente ilustrativo un ejemplo de portafolio neutral con los consiguientes elementos de riesgo a los que la cartera se encuentra expuesta para un determinado mes (por supuesto, los factores se anualizan posteriormente), utilizando regresiones múltiples, y que permite al gestor revisar en cada momento los niveles de retorno, riesgo (porcentaje por cada unidad de volatilidad expuesta a *momentum*, o valores que se han movido de manera no habitual recientemente, sensibilidad a los mercados, exposición a valores de crecimiento o *value*) y oportunidad dada la rentabilidad generada (*return to closing price*).

Por supuesto, al final de todo, la construcción de carteras es un proceso personal e individual y no existen fórmulas mágicas, pero si algo he apren-

didado en este tiempo es que el análisis detallado, el conocimiento fundamental de las empresas y sus equipos directivos es esencial, porque en un entorno cambiante, uno puede tener razón unas veces y equivocarse en otras, pero para generar una cartera en la que al menos el 56% de las ideas generen retornos superiores al mercado, hay algo que suele funcionar casi siempre: *los fundamentales prevalecen*. □

RESUMEN

El artículo examina los hedge funds en el marco del proceso inversor y de la gestión de activos en el contexto de la creación de valor. En el mismo se analizan los mitos que rodean a los hedge funds «fondos de gestión alternativa».

Palabras clave: Hedge funds, Proceso inversor, Gestor de fondos, Análisis técnico, Mercado, Apalancamiento, Construcción de carteras, Fundamentales.

213
1/2007

*Revista Española
de Estudios
Agrosociales y
Pesqueros*

La Revista Española de Estudios Agrosociales y Pesqueros, refundición de la Revista de Estudios Agrosociales y de la revista Agricultura y Sociedad, es una publicación periódica y especializada en temas relativos al medio rural con referencia especial a los sectores agrario, pesquero y forestal, al sistema agroalimentario, a los recursos naturales, al medio ambiente y al desarrollo rural, desde el objeto y método de las ciencias sociales.

ESTUDIOS

M.^a del Mar Delgado, Eduardo Ramos y Aurelio Pretel

Nuevas tendencias en evaluación de programas de desarrollo rural territorial: un proceso de autoevaluación en el Altiplano de Granada.

M.^a Consuelo Calafat Marzal

Estrategias seguidas por los agricultores de la Comunidad Valenciana y sus efectos en los usos del suelo.

Gema Carmona, Philippe Le Grusse, Marjorie Le Bars, Hatem Belhouchette y Jean Marie Attonaty
Construcción participativa de un modelo de gestión de la explotación agrícola para el apoyo a la toma de decisión colectiva. Aplicación al caso de la cuenca Aveyron-Lère.

Gemma Francés Tudel

La incidencia de las redes sociales en el desarrollo del agroturismo.

Juan Francisco Juliá Igual y Fernando Polo Garrido

Problemática del registro contable de los bienes entregados por los socios en las cooperativas agrarias.

Laura Martínez-Carrasco Martínez, Margarita Brugarolas Mollá-Bauza, Verónica García Gil y África Martínez-Poveda

La aceptación de los alimentos de Comercio Justo. Un estudio exploratorio en el sureste de España.

José María García Álvarez-Coque y Silvia Andrés González-Moralejo

Estimación del apoyo comunitario a la agricultura de las Comunidades Autónomas.

NOTA

Luis Ruiz-Maya

La parcelación de las explotaciones con empresario persona física.

Director:

Edita: *Secretaría General Técnica*
Ministerio de Agricultura, Pesca
y Alimentación

Suscripción anual 2007 (4 números)

- España	52,88 €
- Extranjero	72,60 €
- Número suelto	20,19 €

Solicitudes: A través del Centro de Publicaciones del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación. Paseo de la Infanta Isabel, 1 • 28071 Madrid. Téf.: (91) 347 55 50 • Fax: (91) 347 57 22 • 28071 • E-mail: mcrupf@mapya.es www.mapya.es/pags/info/index.htm
Librerías especializadas.

Redacción: Revista Española de Estudios Agrosociales y Pesqueros. C/ Alfonso XII, n.º 56 - 28071 Madrid (España).
Téf.: 91 347 55 48 Fax: 91 347 57 22 • E-mail: jpalacio@mapya.es

Nuevos actores: *private equity*

1. Introducción

El *private equity* o capital riesgo, términos utilizados de forma indistinta en el presente artículo, consiste en la inversión y provisión de financiación de naturaleza temporal a empresas no cotizadas al objeto de incrementar su valor por medio de una gestión activa de las mismas.

Dentro de esta amplia acepción, cuyos tradicionales límites son objeto constante de ampliación, podemos englobar desde aportaciones de fondos a sociedades en tempranos estadios de desarrollo (comúnmente englobadas dentro del concepto *venture capital*) hasta aquellas inversiones apalancadas en empresas consolidadas conocidas como *leveraged buy-outs* en cualquiera de sus diferentes modalidades.

Más allá de las razones que explican la notoriedad creciente del *private equity* en el tejido empresarial y financiero de las economías desarrolladas, lo que parece claro es que existen determinados parámetros de conducta que explican la obtención de elevados retornos de forma sostenida en el tiempo. El presente texto trata de aportar luz acerca de los mencionados parámetros, con especial énfasis en la creación de valor a través de la gestión activa de la compañía participada.

2. Evolución histórica y situación actual

A pesar de que existen divergencias acerca del origen del capital riesgo, desde vehículos de inversión familiares que datan de principios del siglo xx y que utilizaban prácticas hoy empleadas por los actuales fondos hasta instrumentos de iniciativa pública que tenían por objeto fomentar la innovación y el desarrollo empresarial, lo que parece claro es que el actual modelo de sociedades de capital riesgo se comenzó a forjar en Estados Unidos a principios de los años ochenta.

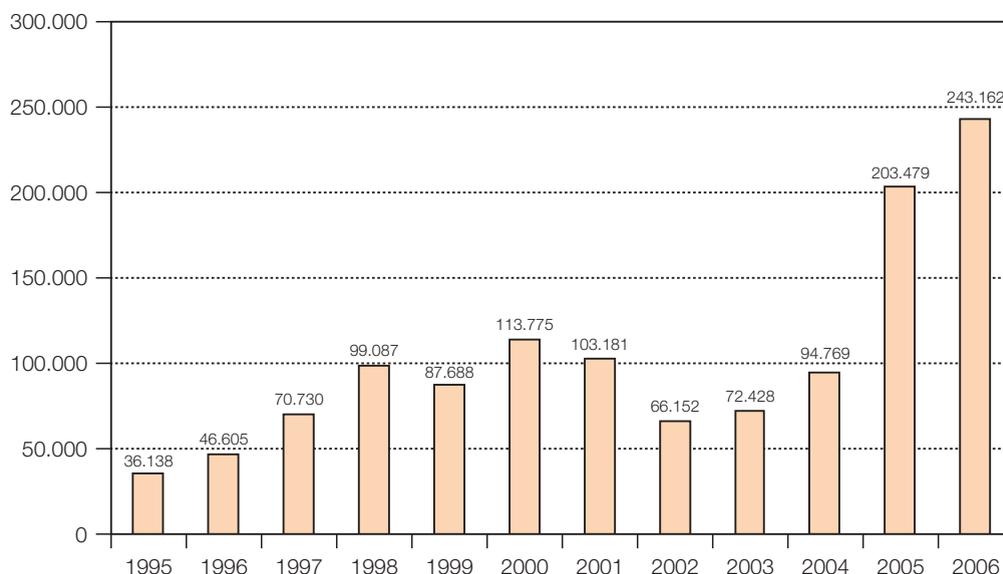
No obstante su ya larga trayectoria, es innegable que la notoriedad se ha visto acrecentada en los últimos años tanto por el tamaño creciente de las inversiones como por el perfil de las compañías que se ven afectadas por las mismas. Pero ¿cuáles son las causas que explican la fenomenal proliferación de las operaciones de *private equity*?

Más allá de razones específicas de cada mercado, los principales determinantes que subyacen al crecimiento de la industria han sido tanto el incremento en el tamaño de los fondos de capital riesgo, así como el desarrollo y liquidez creciente del mercado de deuda para financiar este tipo de operaciones.

Carlos Mallo
Director general de Permira Asesores, S.L.

Ignacio Faus
Director de Inversiones de Permira Asesores, S.L.

GRÁFICO 1
CAPTACIÓN GLOBAL DE FONDOS POR FIRMAS DE *PRIVATE EQUITY*
(Millones de dólares)



El volumen de los fondos captados por las grandes de capital riesgo ha alcanzado cifras récord a lo largo de los dos últimos años. Entre 2005 y 2006 se han captado a nivel global más de 447 mil millones de dólares en un total de 623 fondos, una cantidad superior a la alcanzada en los cinco años inmediatamente precedentes de forma conjunta. El principal reclamo ha sido las expectativas (y por supuesto experiencia histórica) de rentabilidad por encima de inversiones alternativas como la renta fija o variable, la existencia de oportunidades de inversión de tamaños crecientes, la globalización de la actividad de *private equity* con nuevos mercados como China o India, así como la liquidez creciente de los inversores institucionales para este tipo de inversiones.

Pero los fondos captados y gestionados por las sociedades de capital riesgo son sólo una parte de la ecuación. El mercado de deuda ha sido otro factor importante que ha explicado la proliferación de la actividad de capital riesgo. La coyuntura de bajos tipos de interés, elevada liquidez institucional canalizada a instrumentos de deuda, así como la creación de estructuras con baja presión sobre los *cashflows* de las compañías han sido factores clave para apoyar al desarrollo del *private equity*, con innegables efectos colaterales sobre el precio de las transacciones.

El resultado de todo lo anterior ha sido que el *private equity* se ha constituido en una de los principales agentes del mercado de fusiones y adquisiciones en los principales mercados desarrollados permitiéndole competir de forma efectiva con grandes corporaciones en operaciones de compra-venta.

3. Claves en la actuación de los *private equity*

Pero, ¿cuáles son las claves que explican la obtención de elevados retornos por parte de los *private equity* y que constituye la principal razón de su proliferación? De modo extraordinariamente simplificado la rentabilidad en las inversiones es lograda por medio de las siguientes actuaciones: uso del endeudamiento, arbitraje de múltiplos y creación de valor en la compañía invertida, las cuales pasamos a describir en más detalle a continuación, con especial enfoque en el último aspecto, a nuestro juicio, verdadera causa que explica la rentabilidad obtenida.

3.1. Uso del endeudamiento

Uno de los elementos fundamentales en las inversiones es que parte del precio se encuentra

financiado por entidades de crédito, cuyo coste de capital es muy inferior al de los fondos propios (de ahí el nombre de *leveraged buy-outs*).

A modo de ejemplo, si en la compra de una vivienda financiáramos únicamente el 25% del precio con recursos propios y el 75% con deuda y en el momento de venta de la misma hubiéramos sido capaces de devolver una tercera parte de dicha deuda, sin que se hubiera producido incremento alguno en el precio de venta de la misma, habríamos sido capaces de duplicar nuestra inversión inicial, es decir nuestros recursos propios invertidos (obviando en este razonamiento los costes de la transacción a efectos didácticos). Este sencillo ejemplo ilustra el modo en que el endeudamiento ayuda a la obtención de rentabilidad, si bien al mismo tiempo incrementa el perfil de riesgo de nuestra inversión.

El uso de endeudamiento al mismo tiempo permite reducir la carga fiscal redundando en un menor coste efectivo de los recursos ajenos.

3.2. Arbitraje de múltiplos

La valoración de sociedades normalmente se encuentra expresada en términos de una magnitud financiera o ratio (un número determinado de veces el EBITDA, EBIT, PER... de la compañía). El arbitraje positivo de múltiplos consiste en una expansión de ese múltiplo que sirve de base para el cálculo de la valoración entre el momento de la toma de la participación y su desinversión, o en lenguaje más llano, el principio de comprar más barato de lo que se vende.

A pesar que efectivamente puede existir y existe influencia del ciclo económico en la rentabilidad de las operaciones de *private equity*, la realidad es que la actual coyuntura de abundante liquidez implica una elevada competencia en la realización de inversiones y por tanto escasas oportunidades de conseguir un arbitraje positivo de múltiplos.

3.3. Creación de valor en las compañías participadas

La aplicación de los dos principios anteriores en inversiones, bien sea en compañías públicas o privadas, sería factible incluso a nivel individual, si bien el elemento diferencial del *private equity* se encuentra en la tercera clave, la creación de valor en las compañías participadas.

Si tuviéramos que resumir en pocas palabras cómo se articula este principio diríamos que se

basa en una *gestión activa* de la sociedad participada. Esta gestión activa sí que se constituye en un elemento diferencial de otras potenciales formas de inversión en títulos cotizados (fondos de inversión o *hedge funds*), en tanto que la capacidad de influencia de estas últimas se encuentra ciertamente limitada.

La forma en que se materializa este principio en la práctica es a través, entre otras, de las siguientes actuaciones:

- Formulación e implementación de una estrategia para el negocio.
- Apoyo al equipo directivo y alineación de intereses.
- Optimización operativa.
- Estricta disciplina financiera centrada en la generación de caja en oposición a los beneficios.
- Gestión del balance de situación.
- Identificación del momento adecuado para la venta.

3.3.1. Formulación e implementación de una estrategia para el negocio

La definición de una estrategia no debería ser sino la fase final del proceso de *due diligence* o análisis que se realiza sobre la potencial compañía inversión. La definición de la estrategia va intrínsecamente ligada al análisis operativo, financiero y comercial de la compañía que son finalmente plasmados en un plan de negocio que refleja desde una óptica puramente numérica el conjunto de conclusiones de la fase de análisis así como la visión a medio plazo de la compañía y el sector en el que opera.

La definición de la estrategia pasa por la identificación de las principales *palancas de creación de valor*, que no son sino el conjunto de iniciativas estratégicas y/o operativas sobre las que se ha de actuar para la consecución del plan de negocio. A modo de ejemplo, estas palancas pueden ser la aceleración de un plan de aperturas de tiendas en negocios de distribución, desinversión de actividades no estratégicas que suponen un freno o desviación de energía por parte del equipo directivo, lanzamiento de nuevos productos, formatos o servicios, bien sea para los clientes actuales o para nuevos nichos de mercado... Es importante, desde el punto de vista de una efectiva ejecución, que este número de iniciativas sea limitado y centrado en aquellas con un mayor impacto en la creación de valor, al objeto de prevenir innecesarias distracciones o dedicación de tiempo y energía a acciones con cuestionable efecto diferencial.

La definición de una estrategia es una condición necesaria pero no suficiente. Ésta ha de ir acompañada de una implementación y monitorización efectiva de la misma. Desde el punto de vista de la implementación, es necesario el establecimiento de planes que transforman esas palancas de creación de valor en acciones específicas, con calendario de ejecución y una adecuada asignación de responsabilidades. Este conjunto de acciones se engloba en lo que comúnmente se conoce como *Plan de los 100 días*, período en el cual se ponen a funcionar las principales claves que van soportar la creación de valor durante el período de inversión. Es importante que este proceso sea realizado tan pronto se ha producido la inversión dado que de otro modo el resultado de determinadas iniciativas pudiera no observarse en el período de inversión del *private equity*.

Finalmente, al objeto de poder monitorizar de forma efectiva la evolución del mencionado plan se ha de establecer determinados parámetros de medida (así como objetivos con respecto a los mismos), que especialmente en los primeros estadios de la inversión sean objeto de revisión constante. Al objeto de incrementar la efectividad de la actividad de monitorización, es posible el establecimiento de políticas de retribución acordes con el cumplimiento de estos parámetros para aquellos que hayan sido designados responsables.

3.3.2. Apoyo al equipo directivo y alineación de intereses

Sin duda alguna, una de las claves del éxito en las inversiones de *private equity* es la existencia de un equipo de dirección que implemente el plan de negocios definido en el momento de ejecutar la inversión.

Este equipo directivo pudiera encontrarse ya trabajando para la sociedad objeto de la transacción, en cuyo caso la operación se conoce como *MBO* o *Management Buy-out*, provenir de fuera de la misma (*MBI* o *Management Buy-in*) o una combinación de ambas (*BIMBO* - *Buy-in Management Buy-out*).

Los principios básicos que rigen la relación entre el *private equity* y el equipo directivo son los siguientes:

— *Existencia de una visión común y consensuada acerca del plan de negocios de la sociedad en el horizonte de la inversión.* De esta visión común se derivan aspectos tales como la fijación del adecuado nivel de endeudamiento que no ponga en riesgo la ejecución del plan y al mismo

tiempo maximice los retornos del inversor o las acciones estratégicas y operativas específicas a acometer.

— *Alineación de los intereses del equipo directivo con los planes de creación de valor y por ende con los intereses del private equity.* En este sentido, son habituales paquetes retributivos que permitan obtener importantes incentivos si son alcanzados determinados niveles de rentabilidad en la inversión por parte de los fondos. Adicionalmente se suele exigir una inversión económica en la estructura de capital por parte del equipo directivo participando por tanto del riesgo asociado a la ejecución del proyecto como un accionista más.

— *Establecimiento de mecanismos de interacción entre el equipo directivo y el private equity,* de naturaleza normalmente más intensa, próxima, fluida y en ocasiones informal que los tradicionales consejos de administración que permiten una toma de decisiones más ágil y efectiva.

— En muchas ocasiones, *acuerdo acerca de la estrategia de desinversión.*

El equipo directivo tiene responsabilidad sobre la operación diaria del negocio y normalmente la sociedad de capital riesgo suele apoyar al mismo en facetas tales como la planificación financiera y presupuestaria, decisiones estratégicas clave como adquisiciones, enajenaciones o inversiones relevantes en activos fijos, definición de la estructura financiera óptima o incluso soporte en operaciones no habituales dentro del curso habitual de los negocios de una sociedad (por ejemplo, operaciones de *sale & lease-back* de activos).

Conforme aumenta el tamaño y la complejidad de las inversiones en las que interviene el *private equity*, se pone de manifiesto la necesidad de profesionalizar la labor de apoyo y monitorización más allá de la tradicional disciplina financiera y uso de mejores prácticas de gestión. Es por ello habitual observar la presencia creciente de directivos con dilatadas trayectorias profesionales apoyando a los *private equity* en su interacción con las sociedades participadas y sus equipos directivos, bien sea en condición de miembros del consejo, presidencias no ejecutivas o meramente como consultores.

3.3.3. Optimización operativa

Junto con el diseño de una estrategia de crecimiento, suele existir un análisis operativo del negocio al objeto de determinar las mejoras necesarias para incrementar la eficiencia y competitividad del negocio.

Esta optimización puede adoptar diferentes formas, desde reducciones de costes no críticos para el eficaz funcionamiento de la compañía en sus diferentes niveles (complejas estructuras de dirección, ineficientes redes de distribución...) hasta, por ejemplo, aplicación de prácticas encaminadas a incrementar la eficiencia de los recursos existentes y así apoyar el crecimiento previsto. En la práctica el efecto final es una mejora en los márgenes operativos.

La optimización operativa se suele realizar en los primeros estadios de la inversión, dado que normalmente redundará en inmediatos y tangibles beneficios con un riesgo de ejecución habitualmente bajo.

3.3.4. *Disciplina financiera centrada en la generación de caja*

Como hemos visto anteriormente, dos de las características básicas de las operaciones de LBO son la existencia de deuda externa que permite incrementar los retornos del *private equity*, así como la creación de valor a través del repago de deuda. La existencia de deuda externa impone asimismo una serie de obligaciones asociadas al cumplimiento del plan de negocio. Dichas obligaciones son conocidas con el nombre de *covenants*, los cuales son objeto de monitorización constante por parte de las entidades financieras como parámetros que determinan *la salud* de la compañía y su deuda. Es por ello que una estricta disciplina financiera se convierte en una verdadera necesidad en las operaciones apalancadas.

Esta gestión encaminada a la generación de caja supone cierto cambio de mentalidad en la forma de operar las compañías. Las decisiones de negocio han de considerar el impacto en caja a corto y medio plazo, más allá del tradicional beneficio contable, así como el encaje dentro de las limitaciones impuestas por los contratos de financiación.

Indudablemente, el efecto directo de esta disciplina financiera es que los fondos disponibles son destinados a aquellas iniciativas que van a permitir un mayor incremento de valor. Es tradicional el seguimiento de los niveles de capital circulante con los que opera el negocio o la efectividad del capex (medido en forma de retorno sobre la inversión, *pay-backs* mínimos...). En general, se trata de perseguir un uso más eficiente del capital y del servicio de la deuda.

3.3.5. *Gestión del balance de situación*

Un aspecto altamente relacionado con la generación de caja es una adecuada gestión del balan-

ce de situación, el cual deja de ser visto como un mero elemento estático y pasa a ser una fuente de creación de valor. El objetivo es la eliminación de activos improductivos o la generación de recursos para usos más eficientes como, por ejemplo, soportar planes de crecimiento en las compañías participadas.

Una de las actuaciones más habituales es la enajenación de activos fijos en propiedad, tanto aquellos no afectos a la actividad como los que estándolo pueden ser reemplazados por arrendamientos operativos y generar inmediato valor para la compañía, mientras la carga anual de rentas resultante sea plenamente soportable por las operaciones.

Adicionalmente, es habitual la gestión activa del capital circulante del negocio, bien sea a través de una mejora en la gestión de inventarios que redunde en un incremento en la rotación de los mismos, aceleración de los cobros de clientes o mejora en las condiciones de financiación de proveedores, siendo lo normal una combinación de todas estas medidas, en tanto exista potencial de optimización en los mismos.

A diferencia de otras actuaciones descritas como la implementación y ejecución de un plan estratégico o la optimización operativa, una adecuada gestión del balance de situación no es de naturaleza recurrente.

3.3.6. *Identificación del momento óptimo para la venta*

La culminación del proyecto de inversión y la materialización de las plusvalías generadas es la venta de la compañía participada. Los *private equity* más exitosos monitorizan de forma permanente su estrategia de salida, casi desde el propio momento de la inversión.

La decisión de venta no sólo depende de factores internos a la propia inversión, como, por ejemplo, la culminación del plan de creación de valor diseñado en el momento de la compra, sino también de factores exógenos entre los que cabe destacar la situación de los mercados de valores y deuda, la liquidez o el apetito de potenciales compradores industriales y financieros.

Es habitual que se defina de forma temprana la ruta de salida que cuenta con mayores probabilidades de éxito y se adopten de forma sistemática actuaciones encaminadas a su preparación, como por ejemplo contactos con potenciales compradores industriales al objeto de explicarles el proyecto empresarial acometido, así como testar su potencial apetito y momento óptimo en el que se puede cristalizar una potencial transacción.

El conjunto de actuaciones descritas en el presente texto no siempre son de aplicación a todas las transacciones de capital riesgo. En ocasiones, bien por el tipo de operación o por la situación y/o ciclo de vida de la compañía participada, el ámbito de actuación del *private equity* es más limitado, si bien en todos los casos existe un componente de gestión activa que actúa como elemento diferencial.

4. Un sector en constante evolución

Tal y como se ha mencionado en la introducción de este artículo, las tradicionales barreras del negocio de *private equity* son cada vez más difusas. Recientemente se han visto adquisiciones de porcentajes minoritarios sin control en grandes compañías cotizadas por parte de *private equities* o incluso operaciones de toma de control y apoyo al equipo directivo por parte de *hedge funds* y otros fondos de naturaleza similar. Tampoco es infrecuente que empresas de capital riesgo hayan diversificado su ámbito de actuación hacia fondos de deuda o de propiedad inmobiliaria, con innegables sinergias respecto a sus actividades tradicionales, así como la existencia de fondos especializados bien sea en determinados sectores o situaciones (como por ejemplo reestructuraciones empresariales). La razón que subyace en estos comportamientos no es otra que la exportabilidad del conjunto de competencias desarrolladas en el negocio de *private equity*, bien sea total o parcialmente, a muchos otros ámbitos de la actividad de inversión, generando por tanto retornos incrementales ajustados al perfil de riesgo de la inversión.

Del mismo modo, desde el lado de la propiedad, son recientes los precedentes de salidas a bolsa de grandes sociedades gestoras de fondos de capital riesgo, probablemente más con origen en un deseo de monetizar el valor de las propias gestoras por parte de sus socios fundadores que en la obtención de fondos permanentes con recurso a mercados de capitales, como en el caso de determinados fondos de infraestructuras cotizados.

Finalmente, el exclusivo grupo de inversores en fondos de capital riesgo se está viendo ampliado con la aparición entre otros de fondos de fondos

que reducen el elevado importe mínimo requerido al inversor final manteniendo unos retornos atractivos.

Como vemos, la evolución del mundo de *private equity* está siendo y se espera sea continua, rebasando las barreras tradicionales tanto en lo que se refiere a volumen como al tipo de transacciones. Probablemente no todas estas iniciativas tengan éxito a largo plazo si bien ponen de manifiesto el constante proceso de reinversión en el que estamos inmersos y que indudablemente supondrá una evolución en la forma de hacer negocios sobre la base de un modelo de competencias plenamente exportable a otros ámbitos de la actividad de inversión. □

BIBLIOGRAFÍA

- Martí Pellón, J.; Alemany Gil, L.; Zieling, N. y Salas de la Hera, M. (2007): «Impacto económico y social del capital riesgo en España», Informe de ASCRI.
- Wingerd, D. A. (1997): «The Private Equity Market: History and Prospects», *Investment Policy*, vol. 1, núm. 2.
- Barber, J. y Goold, M. (2007): «The Strategic Secret of Private Equity», *Harvard Business Review*.
- Investment U Research Team (2007): «The History of Private Equity», *Investment U White Paper*.
- Kiechel, W. (julio-agosto 2007): «Private Equity's Long View», *Harvard Business Review*.
- Fruhan, W. (2006): «The Role of Private Equity Firms in Merger and Acquisition Transactions», Case Study Harvard Business School.
- Rogers, P.; Holland, T. y Haas, D. (2002): «Value Acceleration: Lessons from Private-Equity Masters», *Harvard Business Review*.

RESUMEN

El artículo examina los *private equity* «capital riesgo» y los mecanismos o parámetros de comportamiento que explican la obtención de elevados retornos de forma sostenida en el tiempo. Se analiza el papel de la gestión activa en las empresas como fuente de creación de valor.

Palabras clave: Private equity, Creación de valor, Retornos, Gestión activa, Equipo directivo, Estrategia de salida.

El nuevo analista y reflexiones sobre la teoría del equilibrista

1. Introducción

Los analistas bursátiles de la banca de inversión (*sell-side*) recolectan, elaboran y diseminan información relevante sobre el *performance* futuro de las compañías bajo su cobertura jugando un papel central en la mitigación de información asimétrica entre los distintos agentes (compañías, inversores, etc.) partícipes en los mercados financieros.

Adicionalmente, los analistas ayudan a través de sus informes a que las cotizaciones bursátiles reflejen los fundamentales de las compañías, aumentando, de esta manera, el nivel de eficiencia en precio de las cotizaciones bursátiles. En sus informes suelen destacarse tres aspectos principales: proyecciones financieras, un precio objetivo que refleja la opinión del analista sobre el valor de la compañía con respecto a su cotización y una recomendación de compra/venta (idea de inversión).

En ocasiones se ha atribuido al analista un papel de *garante* de los mercados que ha ayudado a colocar a la profesión en el centro del debate público sobre la eficiencia de los mercados organizados de acciones. ¿Cuál es el valor añadido de un analista?, ¿qué preferencias tienen a la hora de elegir una cobertura?, ¿qué tipo de acción suelen recomendar?, ¿pueden identificar estrategias de inversión que batan sistemáticamente al mercado?, ¿se puede beneficiar un accionista particular de estas estrategias una vez que tenemos en consideración los costes de transacción?, ¿pueden los analistas alejar las acciones temporalmente de sus valoraciones de equilibrio por algún tipo de conflicto de intereses?, ¿ha cambiado la forma de hacer análisis con la irrupción de las finanzas de nuevo cuño? Estas son algunas de las preguntas que nos hemos formulado a la hora de escribir este artículo. Estas son las preguntas a las que procuraremos dar respuesta.

La estructura de este artículo se detalla a continuación. En la sección 2 revisamos la extensa literatura académica referente al papel del analista en los mercados financieros, así como su contribución con respecto a la eficiencia de los mismos. Los temas *calientes* con respecto a los posibles conflictos de intereses que rodean el trabajo de los analistas son tratados a lo largo de la sección 3. En la sección 4 describimos el proceso de adaptación del analista en el contexto del cambiante mercado financiero.

Manuel Lorente (*)
BBVA Research, S.A.

2. Descripción del papel del analista

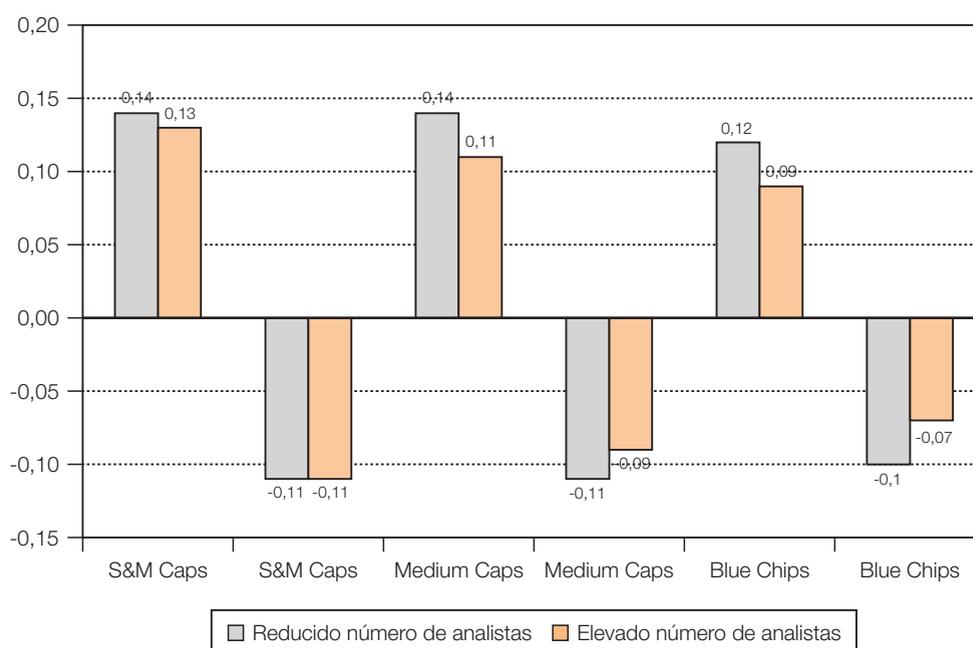
2.1. Un breve camino por la literatura académica sobre los analistas

El cometido más importante de un analista del *sell-side* es canalizar información (ideas de inversión, proyecciones de resultados, informes detallados, etc.) desde las compañías hasta los inversores. En este proceso el analista ayuda a mitigar parte de la asimetría de información entre los distintos actores e incrementa, de alguna manera, el nivel de eficiencia en precio del mercado (Colker, 1963; Grossman, 1976; Bhusham, 1989; Womack, 1996; Basu, 1997; Frankel, 2002; Jegadeesh, 2004; Chang, 2005). El enfoque de la literatura académica sobre el rol de los analistas ha ido evolucionando desde los estudios pioneros y voluntaristas de la décadas 1960-1970 hacia un enfoque mucho más cuantitativo del superior *performance* de las estrategias de inversión basadas en recomendaciones de los analistas propios de 1980-1990, y, finalmente, en los últimos años se ha ampliado hacia toda la literatura de

conflicto de intereses tras el estallido de la burbuja tecnológica donde se trata de poner de manifiesto distintos factores que pueden incidir en las recomendaciones de los analistas (*teoría del equilibrista*).

A excepción de algún pionero como Cowles (1933), la literatura académica sobre el papel del analista en los mercados financieros es prácticamente nula hasta 1960-1970. En estas décadas, numerosos artículos trataron de cuantificar el valor de las recomendaciones realizadas por los analistas u otras fuentes financieras (periódicos, revistas especializadas, etc.). Colker (1963) trató de medir el éxito de recomendaciones publicadas en el *Wall Street Journal Market Views-ANALYSIS* para el período 1960-1961, encontrando un superior *performance* en estas recomendaciones aunque difícilmente explotable por el inversor particular. Logue y Tuttle (1973) examinaron las recomendaciones de seis grandes bancos de inversión para el período 1970-71 concluyendo que *después de ajustar por costes de transacción las recomendaciones de los brokers analizados no llevan a un performance significativamente superior*.

GRÁFICO 1
DESVIACIÓN MEDIA CON RESPECTO AL PRECIO OBJETIVO AJUSTADO
POR CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL



Fuente: Datastream.

Más interesante, encontraron asimetría entre las diferentes recomendaciones (las recomendaciones de *vender* tenían un *performance* superior a las de *comprar*). Sin embargo, no fue hasta la década de 1980 cuando se pudo testar de una forma más rigurosa y menos sesgada estadísticamente las hipótesis de partida. Dimson y Marsh (1984) utilizando 4.187 estimaciones de 207 compañías del Reino Unido elaboradas por treinta y cinco *brokers* para el período 1980-1981 concluyeron que los analistas eran capaces de distinguir entre *winners* y *losers*. Elton (1986) por primera vez se centró en el valor de las revisiones de las recomendaciones realizadas por treinta y tres casas de inversión para el período 1981-1983, encontrando un importante valor económico (*outperformance*) en las revisiones realizadas por los analistas.

Gran parte de la comunidad financiera califica la década de 1990 como *la era de los analistas* (Nocera, 1997; Cole, 2001). Si alguna vez habían estado relegados a la producción de densos informes sobre compañías desde el *cuarto oscuro* de la banca de inversión, ahora se les coloca en el centro de la actividad del negocio incrementando su visibilidad a todos los niveles. A partir de esta fecha se amplía también el abanico de investigación sobre la tarea del analista encontrando, entre otros muchos, estudios sobre: i) el éxito de estrategias de inversión basadas en recomendaciones de analistas una vez filtradas en función de la precisión de sus proyecciones de resultados (Loh y Mian, 2005; Ljungqvist, 2005; Gleason, 2006); ii) asimetría en las recomendaciones (Franklen, 2002; Hong, 2003), iii) impacto en precios o éxito de estrategias vinculadas a las recomendaciones de analistas (Barber, 2001; Michaely, 2004; Jegadeesh, 2004; Akhigbe, 2006; Gleason, 2006); iv) el analista como indicador del nivel de eficiencia o desarrollo de un mercado (Leland, 1992; Brennan, 1995; Bushman, 2005), o, v) el impacto de los analistas sobre la estructura de capital de las empresas (Graham, 2001; Chang, 2005).

Sin embargo, el elemento diferencial de los últimos años viene asociado a la proliferación de una literatura que explora los posibles conflictos de intereses existentes en el comportamiento de los analistas y que pudieran sesgar sus decisiones de inversión. Estos estudios se suelen centrar en las evidencias empíricas que muestran cómo los analistas pudieran ser demasiado optimistas en sus recomendaciones (Rajan, 1997; Chopra, 1998; Barber, 2001) sobre todo si existe alguna relación entre alguna de sus coberturas y la casa de análisis (Lin, 1998; Michaley, 1999; Jegadeesh, 2004). En estos estudios se

apoya la idea de que las casas de análisis de los bancos de inversión son los *brazos armados* que atraen negocio hacia sus áreas de *corporate* o responsables de aumentar la volatilidad de los mercados con el propósito de incentivar las comisiones de sus mesas de *brokers*. Adicionalmente, existen estudios sobre el posible sesgo en las recomendaciones de los analistas en función de sus perspectivas salariales o evolución profesional (Zwiebel, 1995; Hong, 2003) o aquellos que sugieren cierto *seguidismo* en las recomendaciones de los analistas (Froot, 1992; Welch, 2000; Benrud, 2007). Alguna de estas cuestiones las trataremos con mayor profundidad en la sección 3.

2.2. ¿Dónde están los analistas? ¿Qué recomiendan?

Una de las decisiones más importantes de un analista es el universo de su cobertura de compañías. Igual que un panadero no puede hacer pan sin harina, el futuro profesional de un analista estará determinado por la tipología de las compañías que cubre. La *capitalización bursátil* y el *volumen* suelen ser variables que los analistas persiguen en sus compañías dado que incrementan la visibilidad del analista (tanto interna en su banco como externa en los mercados) y no restringen ni el hipotético volumen en la decisión de inversión de sus clientes (comisiones para *brokers*) ni la tipología de productos-ideas apalancados a su recomendación (*cash*, *flow*, derivados, estructuras, etc.). El volumen suele ser interpretado como un indicador de la divergencia de opiniones en el mercado (Karpoff, 1986; Kim, 1997), por lo que el valor añadido aportado por un analista puede ser más demandado (pagado).

Las compañías con elevada *volatilidad* suelen ser aquellas con mayor incertidumbre sobre su generación futura de *cash flow* y también con mayor asimetría de información entre *management* e inversores. En este sentido, la volatilidad espolea la demanda de análisis. Con respecto a características más puramente de valoración o de dinámicas sectoriales a medio plazo, generalmente los aspectos *growth* suelen pesar más que los puramente *value* en la decisión de coberturas. En primer lugar, en términos generales el *growth* suele tener una tesis de inversión detrás con mayor *glamour* (atractivo) que la idea apalancada exclusivamente en un argumento de descuento en valoración. En segundo lugar, las historias de puro crecimiento requieren de un mayor grado de análisis dadas las incertidumbres sobre las hipótesis

a contemplar en sus proyecciones de resultados, incrementando tanto el reto intelectual del analista como su hipotético futuro reconocimiento.

Otro aspecto considerado por los analistas a la hora de examinar sus coberturas es el *número de compañías en el sector* ya que un elevado número incrementa el volumen de información disponible sobre una compañía y permite hacer comparativas intrasectoriales y productos de inversión (relativos, estructurados, etc.) con mayor impacto comercial. Finalmente, otras cuestiones importantes serían, entre otros aspectos; el *free float* de la compañía al incrementar el número de clientes potenciales y la vinculación del *management* con la cotización de la acción; el número de *inversores institucionales* con voto en el *Institutional Investors* (Merton, 1987; O'Brien, 1990), el *número de divisiones o líneas de negocio* al simplificar (dificultar) el inicio y posterior seguimiento de la cobertura (Bhushan, 1989) y el grado de *correlación* entre el retorno de la compañía y el de mercado, ya que a mayor correlación mayor componente de riesgo sistémico en el *performance* de la compañía y, como consecuencia, menor impacto del riesgo específico o no sistémico que es el que genera un elemento de diferenciación para los analistas.

La tipología de compañías en cobertura obviamente incide en las recomendaciones hechas por los analistas. Por ejemplo, Jegadeesh (2004) encuentran evidencias de que los analistas suelen preferir acciones con *glamour* frente al puro *value*. Las acciones con mejores recomendaciones suelen reunir, entre otros aspectos: i) un buen *momentum* de la cotización y de sus resultados (con grandes crecimientos en ventas en el pasado y resultados que se acelerarán en los próximos ejercicios), ii) múltiplos con premio *versus* comparables, iii) altos ratios de inversión, iv) eficientes estructuras de capital y v) elevados volúmenes de contratación.

Este estilo de inversión parece encontrar cierto respaldo en la literatura financiera. Numerosos estudios académicos han demostrado evidencias de cómo portafolios formados por compañías con buen *momentum* obtienen superiores retornos en ventanas temporales de doce meses (Bernard, 1989; Chan, 1996; Jegadeesh, 2003). Por su parte, Fama (1992) muestra cómo compañías con altos PER y *book-values* obtienen un comportamiento superior a aquellas con bajos PER y *book-values*. El tema de la intensidad en el uso y de la estructura del capital de una compañía también parece ser material a la hora de explicar el superior *performance* bursátil de una compañía. Evidencias de una correlación positiva entre la inten-

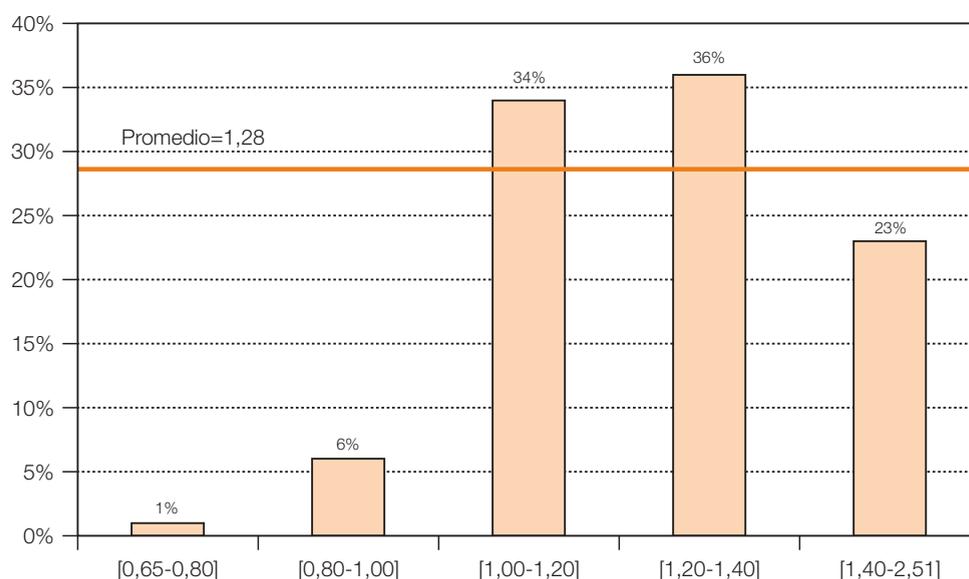
sidad de uso del capital, la estructura de balance de una compañía, su aceleración de resultados y el *performance* de su cotización han sido expuestas, entre otros, por Sloan (1996), Beneish (2001) o, Chan (2001). Finalmente, Reinganum (1981) y Lee (2000) muestran evidencias de la relación entre el volumen (liquidez) de una acción y su comportamiento bursátil.

3. Teoría del equilibrista: el analista, sus recomendaciones y aspectos reputacionales

Existe la percepción más o menos generalizada y con cierto respaldo académico de que el analista, motivado por la necesidad de atraer negocio hacia su área de *corporate* o comisiones a sus *brokers*, genera recomendaciones sesgadas al alza (Rajan, 1997; Lin, 1998; Michaely, 1999; Barber, 2001; Jegadeesh, 2004; Irving, 2004; Cowen, 2006) y proyecciones optimistas de resultados (Chan, 2003) que alejan temporalmente las acciones de sus valoraciones fundamentales (Womack, 1996), e inciden tanto en los niveles de volatilidad del mercado como en las decisiones de capital de las compañías (Chang, 2005). Otra explicación interesante a este comportamiento podría venir de la necesidad de los analistas de mantener relaciones cordiales con las compañías de cara a satisfacer sus necesidades de información, acceso a *senior management* o distribución de *roadshows* (Francis, 1993; Lim, 2001). En cualquier caso, parece ser que el analista padece de un hipotético optimismo patológico y que desarrolla su trabajo en un equilibrio inestable (teoría del equilibrista). El ratio entre recomendaciones compra/venta era aproximadamente 10:1 en la década de los ochenta y se amplió hasta 20:1 en la década de los noventa. En la actualidad, de acuerdo con las estimaciones de Datastream para el conjunto de compañías que engloban el índice EUROSTOXX el ratio precio objetivo (diferencia entre el precio objetivo medio de analistas *versus* cotización) de la bolsa europea estaría alrededor de 1,28x.

Sin embargo, sobre estos resultados se pueden hacer ciertas matizaciones. En primer lugar, en los últimos 25 años el desarrollo económico global y la sofisticación de los mercados financieros han llevado a unas revalorizaciones sin precedente en los principales índices bursátiles. De esta forma, estar *largos* (optimistas) en bolsa (compañías) en las últimas décadas ha resultado ser, más que una patología, la decisión de inversión más lucrativa y acertada. En segundo lugar, el

GRÁFICO 2
DISTRIBUCIÓN DE RECOMENDACIONES EN FUNCIÓN DEL RATIO PRECIO OBJETIVO



Nota: El ratio precio objetivo se calcula como el diferencial en porcentaje entre el precio objetivo establecido por el analista para la compañía y su cotización a fecha de publicación de la revisión.

Fuente: Datastream.

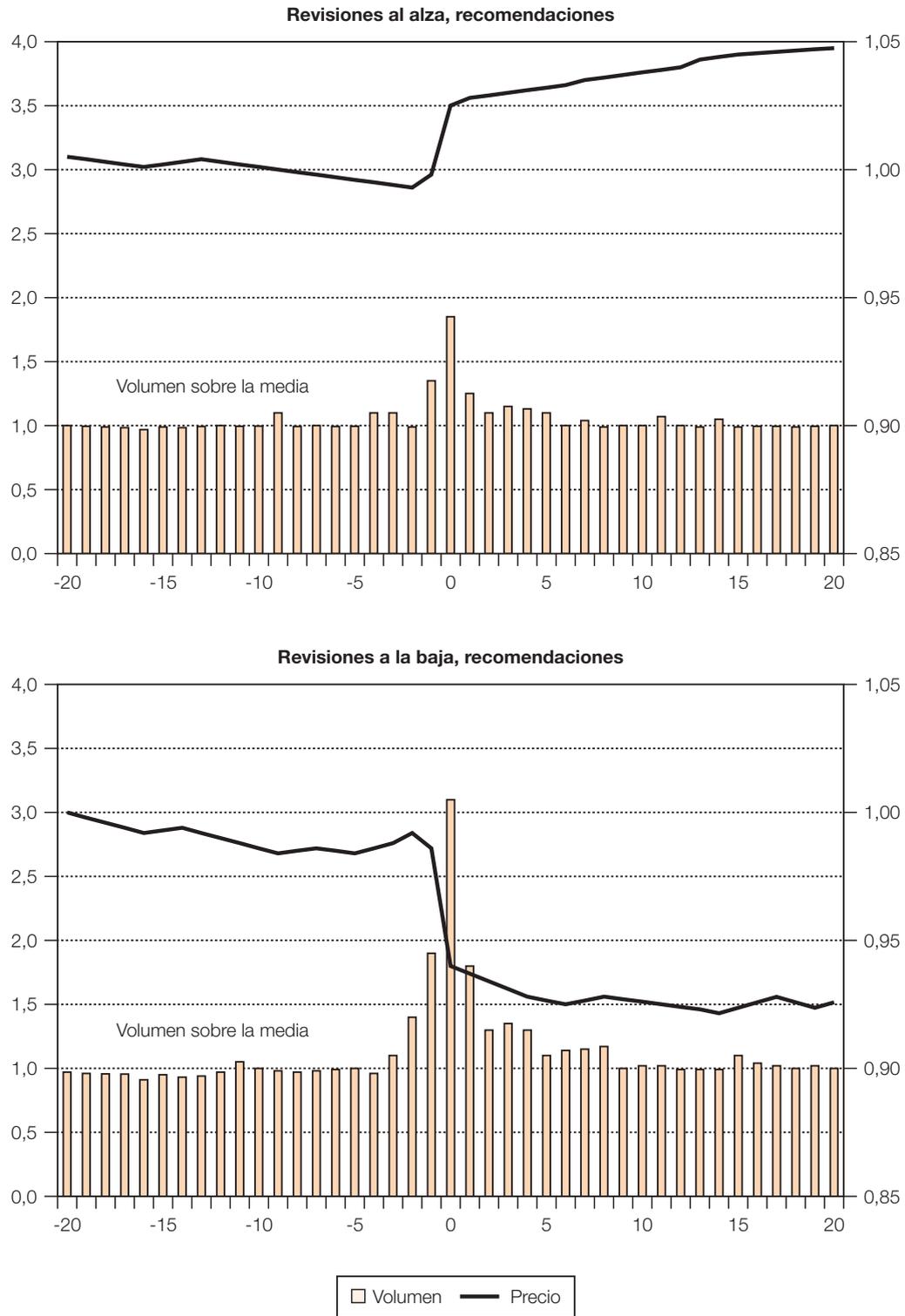
conjunto de la literatura de *conflictos* que presenta al analista más como un *equilibrista* que como un especialista en el análisis sectorial de compañías, tiende a minusvalorar el peso del cliente final (fondos de inversión, *hedge funds*, etc.) sobre el trabajo del analista. Gran parte de la remuneración (bonus) y de las perspectivas de desarrollo profesional de un analista se apoyan en las votaciones que realizan de una forma anual el conjunto de analistas *buy-side* del mercado y que se engloban en el *institucional investors*. Un analista es valorado (votado), a parte de por su conocimiento sectorial, por el *performance* de sus recomendaciones. Por lo tanto, o bien la literatura de *conflictos* excluye de sus análisis el factor reputacional y de desarrollo profesional o bien los analistas tienden a acertar más de lo que se podría desprender a primera vista dado el recorrido de sus recomendaciones. Por último, la opinión pública y los reguladores tienden a asignar un rol al analista de *garante* de los mercados que no se ajusta con la tipología de su trabajo. Curiosamente, este rol se intensifica en los períodos de turbulencias bursátiles y se difumina en las fases expansivas de la bolsa. En este sentido, las recomendaciones de un analista van dirigidas a un público muy espe-

cializado que conoce la dinámica y reglas de juego de los mercados organizados de acciones, con lo que pretender ampliarlas a un radio de acción mayor es desviar el foco de la cuestión.

Otro tema donde se ha concentrado parte de la literatura de *conflictos* son los procesos de salida a bolsa de las compañías (OPV) dado que: i) es un negocio muy lucrativo para la banca de inversión, ii) se estrecha significativamente la relación análisis-compañía y, iii) recomendaciones positivas pueden incrementar la probabilidad de nuevos *deals* entre ambas partes. La comunidad académica ha presentado evidencias empíricas que ponen de manifiesto cómo los analistas de los bancos que lideran el proceso de salida a bolsa de una compañía dan protección a la misma en forma de positivas recomendaciones y proyecciones de resultados superiores a consenso de mercado (Michaely, 1999; Dechow, 2000; James, 2005) cuando el posterior *performance* a largo plazo de las compañías tras un proceso de OPV no justificaría dichas valoraciones (Loughran, 1995; Brav, 1997).

Por último, existe un debate con respecto al impacto en precios de las revisiones en las recomendaciones de los analistas y el *outperformance* de estrategias de inversión basadas en las mismas.

GRÁFICO 3
IMPACTO REVISIÓN DE RECOMENDACIONES: RENDIMIENTO SOBRE MERCADO Y VOLUMEN



Fuente: Womack (1996): «Do brokerage analysts recommendations have invested value?», *Journal of Finance*, 51.

Parece existir cierto consenso sobre el valor informativo contenido en las revisiones de los analistas y de su impacto a corto plazo en los precios de las acciones (Womack, 1996), así como del superior *performance* de ideas de inversión a largo plazo basadas en las recomendaciones de los analistas (Barber, 2001; Jegadeesh, 2004; Akhigbe, 2006). Sin embargo, no existe tanto consenso a la hora de la explicación de estos resultados. Por una lado, unos consideran que estos resultados son consecuencia del conocimiento y la mayor precisión de los analistas con respecto a la evolución futura de los resultados de las compañías (Gleason, 2006). Adicionalmente, la rapidez del ajuste de los mercados ante la nueva información contenida en estos informes es percibida como una evidencia del alto grado de eficiencia de los mercados bursátiles. Por otro lado, otros consideran que estos resultados son más bien consecuencia de la ineficiente lectura que el mercado hace de los informes de los analistas encuadrándose entre fenómenos de sobre (infra) reacción de los mercados típicos del área de *behavioral finance* (Hirshleifer, 2001), relacionados con el conocido *bid-ask spread* (Franklen, 2002) o, con limitado beneficio para el gran público una vez que se ajustan las estrategias con los costes de transacción asociados a las mismas (Loh, 2005).

4. El analista y las finanzas de nuevo cuño: nuevas fuentes de alpha

En los últimos años hemos asistido a un creciente interés en productos basados en nuevos subyacentes, entendiendo éstos en su sentido amplio (nuevos sectores, zonas de inversión, tipos

de inversión, reglas cuantitativas, etc.). Las principales razones de este desarrollo se encuentran tanto en factores cíclicos como estructurales que llevan a pensar que no nos encontramos ante un hecho coyuntural sino de fondo.

Entre los factores cíclicos destacan la situación de los tipos de interés bajos comparados con sus históricos (bancos centrales cada vez más predecibles, pocos *jumps* importantes, etc.) y una liquidez global no tan abundante, pero compatible con una demanda de activos de inversión algo más selectiva aunque no suficientemente cubierta por la oferta de los mismos. De los estructurales cabe señalar la importancia de la globalización de los flujos, el aumento de la competencia entre las instituciones de inversión (crecimiento de la industria de *hedge funds* a tasas superiores al 20% en los últimos años), desarrollo de nuevos vehículos (ej.: ETF) y mercados. La consecuencia principal de los factores antes señalados ha sido una agudización del ingenio e innovación en busca de rentabilidades diferenciales ajustadas por riesgo. Este hecho se produce mediante:

- Gestión más dinámica de las carteras y buscando ideas que generen alpha.
- Necesidad de incrementar el universo de subyacentes sobre los que implementar estrategias tácticas y nuevas ideas.
- Utilización de productos estructurados para ajustar la idea al perfil del cliente en términos de rentabilidad-riesgo.

La principal ventaja de la incorporación de estas nuevas fuentes de alpha a los portafolios radica en un desplazamiento de las fronteras eficientes hacia mejores zonas del ratio rentabilidad-riesgo consecuencia de la mayor diversificación.

GRÁFICO 4
FACTORES EXPLICATIVOS DEL DESARROLLO DE NUEVOS SUBYACENTES



Fuente: BBVA Research, S.A.

Este modelo de desarrollo genera una escasez de activos estructural y procesos recurrentes de sobrevaloración (elevada interrelación economía real y mercados financieros) de activos. La crisis de crédito de este verano es un nuevo episodio de ajuste en la valoración de activos dentro del modelo económico-financiero global. Sin embargo, se trata de un episodio más complejo en las que el ajuste de valoración se ha combinado con problemas de liquidez en el sistema financiero. En concreto, más que un problema de liquidez (el crecimiento de la liquidez global sigue por encima del 10%), las tensiones en los mercados financieros se han originado en la incertidumbre del impacto del crédito en el balance de los bancos lo que ha llevado a un reevaluación del riesgo de crédito (incremento de la aversión al riesgo) y una revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento y, como consecuencia, a una corrección en las bolsas.

En este sentido, el papel del analista ha ido evolucionando con este modelo económico-financiero pudiendo distinguir tres etapas. En la primera se valoraba a un analista exclusivamente por el conocimiento de sus subyacentes. En esta etapa los analistas estaban más bien en los *cuartos oscuros* de la banca de inversión elaborando sesudos informes con limitado impacto en el negocio. En una segunda etapa se estableció ya una vinculación entre las recomendaciones de inversión y su posterior *performance*. Fue la etapa en donde los informes de los analistas empezaron a recoger proyecciones financieras, precios objetivos y recomendaciones de comprar-vender. Adicionalmente, el analista comenzó también a adquirir un mayor contacto con el negocio, incrementando ya de forma sustancial la remuneración variable (bonus) de los mismos.

En los últimos años la creciente sofisticación de los mercados financieros está exigiendo a los analistas un nuevo enfoque de su trabajo. Los bancos de inversión, ante la competencia (menor margen en las comisiones) en el negocio de *cash* tradicional están apostando por la integración de equipos (*cash, flow*, derivados, estructuras, cuantitativos, etc.). Se trata de poder ofrecer un producto con rentabilidades diferenciales de la competencia y ajustado en función del perfil de rentabilidad-riesgo del cliente. De esta forma, las ideas que salen de las casas de análisis se apalancan en nuevos subyacentes de una forma antes desconocida.

En este sentido, las compañías cotizadas ya no son percibidas como elementos sujetos a meras recomendaciones direccionales (subir-com-

prar vs. bajar-vender), sino que se les empieza a percibir como elementos centrales de un análisis que requiere una aproximación fractal (polivalente). El análisis de compañías comenzaría, de esta forma, a tener un número importante de aristas más allá de las recomendaciones tradicionales. En la actualidad, las recomendaciones direccionales se integran con recomendaciones sobre la volatilidad del subyacente (comprar-vender), su distribución de dividendo o productos estructurados donde la correlación de los activos (entre ellos y con respecto a los índices) complementan la opinión puramente direccional. Y esto es sólo el comienzo. □

NOTA

(*) El autor agradece a las personas que trabajan en el área de BBVA Research, S.A., por sus útiles comentarios a la hora de redacción de este artículo.

BIBLIOGRAFÍA

- Akhigbe, A.; Madura, J. y Newman, M. (2006): «Industry effects of analyst stock revisions», *Journal of Financial Research*, 29, 181-197.
- Barber, B.; Reuven, L.; Maureen, M. y Trueman, B. (2001): «Can investor profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns», *Journal of Finance*, 56, 531-563.
- Basu, S. (1997): «The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings», *Journal of Accounting & Economics*, 24, 3-37.
- Beneish, M.; Lee, C. y Tarpley, R. (2001): «Contextual fundamental analysis through the prediction of extreme returns», *Review of Accounting Studies*, 6, 165-189.
- Benrud, E. (2007): «A market model of analysts opinions to explain changes in the dispersion of opinions», *Journal of Economics and Finance*, 31, 143-165.
- Bernard, V. y Thomas, J. (1989): «Post-earnings announcement drift: Delayed price response or risk premium?», *Journal of Accounting Research*, 27, 1-36.
- Blusham R. (1989): «Firms characteristics and analyst following», *Journal of Accounting & Economics*, 11, 255-274.
- Brav, A. y Gompers, P. (1997): «Myth or reality? The long run underperformance of IPOs», *Journal of Finance*, 52, 1791-1821.
- Brennan, M. y Subrahmanyam, A. (1995): «Investor analysis and the price formation in security markets», *Journal of Financial Economics*, 38, 361-381.
- Bhushan, R. (1989): «Firm characteristics and analyst following», *Journal of Accounting and Economics*, 11, 183-206.
- Bushman, R.; Piotroski, J. y Smith, A. (2005): «Insider trading restrictions and analysts incentives to follow firms», *Journal of Finance*, 60, 35-66.

- Chan, K.; Chan, L.; Jegadeesh, N. y Lakonishok, J. (2001): «Earnings quality and stock returns», *WP University of Illinois*.
- Chan, L.; Jegadeesh, N. y Lakonishok, J. (1996): «Momentum strategy», *Journal of Finance*, 51, 1681-1713.
- Chan, L.; Karceski, J. y Lakonishok, J. (2003): «The level and persistence of growth rates», *Journal of Finance*, 58, 643-684.
- Chang, X.; Dasgupta, S. y Gilles, H. (2005): «Analyst coverage and the financing decisions», *Working Paper*.
- Chopra, V. (1998): «Why so much error in analysts earnings forecast?», *Financial Analysts Journal*, 54, 30-37.
- Cole, B. (2001): *The pied pipers of wall street: How analysts sell you down the river*, Bloomberg Press, Princenton.
- Colker, S. (1963): «An analysis of security recommendations by brokerage houses», *The Quarterly Review of Economics and Business*, 19-28.
- Cowen, A.; Groysberg, B. y Healy, P. (2006): «Which types of analyst firms are more optimistic?», *Journal of Accounting and Economics*, 27, 146-199.
- Cowles, A. (1933): «Can stock markets forecasters forecast?», *Econometrica*, 1, 309-324.
- Dechow, P.; Hutton, A. y Sloan, W. (2000): «The relation between affiliated analysts long-term earnings forecasts and stock price performance following equity offerings», *Contemporary Accounting Research*, 17.
- Dimson, E. y Marsh, P. (1984): «An analysis of brokers and analysts unpublished forecast for UK stock returns», *Journal of Finance*, 39, 1257-1292.
- Elton, E.; Gruber, M. y Grossman, S. (1986): «Discrete expectational data and portfolio performance», *Journal of Finance*, 90, 699-714.
- Francis, J. y Philbrick, D. (1993): «Analysts decisions as products of multi-task environment», *Journal of Accounting Research*, 31, 216-230.
- Frankel, R.; Kothari, S. y Weber, J. (2002): «Determinants of the informativeness of analyst research», *MIT Sloan School of Management, WP 4243-02*.
- Froot, K.; Scharfstein, D. y Stein, J. (1992): «Herd on the street: Informational efficiencies in a market with short term speculation», *Journal of Finance*, 47, 1461-1484.
- Gleason, C.; Johnson, W. y Li, H. (2006): «The earnings forecast accuracy, valuation model use, and price target performance of sell side equity analysts», *University of Iowa, WP*.
- Graham, J. y Harvey, C. (2001): «The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field», *Journal of Financial Economics*, 60, 187-234.
- Grossman, S. (1976): «On the efficiency of competitive stocks markets where traders have diverse information», *Journal of Finance*, 31, 573-585.
- Hirshleifer, D. (2001): «Investors psychology and asset pricing», *Journal of Finance*, 56, 1533-1597.
- Hong, H. y Kubik, J. (2003): «Analyzing the analysts: Career concern and biased earnings forecasts», *Journal of Finance*, 58, 313-351.
- Irvine, P. (2004): «Analysts forecast and brokerage-firm trading», *Accounting Review*, 79, 125-150.
- James, C. y Karceski, J. (2005): «Strength of analysts coverage following IPOs», *University of Florida, WP*.
- Jegadeesh, N. y Titman, S. (1993): «Returns of buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency», *Journal of Finance*, 48, 65-91.
- Jegadeesh, N.; Kim, J.; Krische, S. y Lee, C. (2004): «Analyzing the analyst: When do recommendations add value?», *Journal of Finance*, 59, 1083-1124.
- Karpoff, J. (1986): «A theory of trading volume», *Journal of Finance*, 41, 1069-1087.
- Kim, O. y Verrecchia, R. (1997): «Pre-announcement and event-period private information», *Journal of Accounting and Economics*, 24, 395-419.
- Lee, C. y Bhaskaran, S. (2000): «Price momentum and trading volume», *Journal of Finance*, 51, 2017-2070.
- Leland, H. (1992): «Insider trading: Should it be prohibited?», *Journal of Political Economy*, 100, 859-887.
- Lin, H. y McNichols, F. (1998): «Underwriting relationships, analysts forecasts and investment recommendations», *Journal of Accounting and Economics*, 25, 101-127.
- Lim, T. (2001): «Rationality and analysts forecasts bias», *Journal of Finance*, 56, 369-385.
- Ljungqvist, A.; Marston, F.; Starks, L.; Wei, K. y Yan, H. (2005): «Conflict of interest in sell side research and the moderating role of institutional investors», *Journal of Financial Economics*, 1-37.
- Logue, D. y Tuttle, D. (1973): «Brokerage house investment advice», *Financial Review*, 38-54.
- Loh R. y Mian, M. (2005): «Do accurate earnings forecasts facilitate superior investment recommendations?», *Journal of Financial Economics*.
- Loughran, T. y Ritter, J. (1995): «The new issues puzzle», *Journal of Finance*, 50, 23-51.
- Merton, R. (1987): «A simple model of capital equilibrium with incomplete information», *Journal of Finance*, 42, 483-510.
- Michaely R. y Womack, K. (1999): «Conflict of interest and the credibility of underwritten analyst recommendations», *The Review of Financial Studies*, 12, 653-686.
- (2004): «Market efficiency and biases in brokerage recommendations», *Advances in Behavioural Finance*, vol. II, Princeton University press.
- Nocera, J. (1997): «Who really moves the market?», *Fortune*, 27 de octubre, 90-110.
- Rajan, R. y Servaes, H. (1997): «Analysts following an initial public offerings», *Journal of Finance*, 52, 507-529.
- Reinganum, M. (1981): «Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical anomalies based on earnings yield and market values», *Journal of Financial Economics*, 9, 19-46.
- Sloan, R. (1996): «Do stock prices fully reflect information accruals and cash flows about future earnings?», *The Accounting Review*, 71, 289-315.
- O'Brien, P. y Bhushan, R. (1990): «Analyst following and institutional ownership», *Journal of Accounting Research*, 28, 33-76.
- Welch, I. (2000): «Herding among security analysts», *Journal of Financial Economics*, 58, 369-396.
- Womack, K. (1996): «Do brokerage analyst' recommendations have investment value?», *Journal of Finance*, 51, 137-167.
- Zwiebel, J. (1995): «Corporate conservatism and relative compensation», *Journal of Political Economy*, 103, 1-25.

RESUMEN

El analista bursátil, a través de sus informes sobre compañías, contribuye a reducir el nivel de información asimétrica en los mercados financieros. Adicionalmente, incrementa la eficiencia en precio de las cotizaciones, al ayudar a reflejar los fundamentales de las compañías. Existen evidencias de que los analistas tienen un reducido número de sus coberturas de compañías con recomendaciones negativas y una rama de la literatura académica presenta ciertos conflictos de intereses que podrían incidir a la hora de publi-

car sus recomendaciones. Sin embargo, el performance bursátil de las últimas décadas pondría de manifiesto que, más que un optimismo patológico, estar largos en bolsa ha sido la decisión de inversión más lucrativa y acertada en los últimos años. Por último, presentamos al nuevo analista que, una vez superada la época de las recomendaciones puramente direccionales, se está empezando a aproximar al análisis de compañías desde una perspectiva fractal.

Palabras clave: Información asimétrica, Eficiencia, Conflicto de intereses, Fractales.

Datadiar Fiscal para Economistas Madrid incluye:

- 1.- Base de Datos Fiscal
- 2.- I.R.P.F.
- 3.- Impuesto de Sociedades
- 4.- I.V.A.
- 5.- Revista "Gaceta Fiscal" en Internet
- 6.- Datadiar Contable



Oferta de Suscripción

79€

Pago Trimestral

~~940€~~
289€

Pago Anual

Más información en

www.datadiar.com

902 092 888

Oferta válida sólo hasta el 31 de Enero de 2008.

IVA no incluido.

Suscripción exclusiva para miembros del Colegio de Economistas de Madrid

datadiar  **com**
www.datadiar.com

La globalización de la información y el análisis financiero

Una de las características del mundo en que vivimos es que las distancias se acortan rápidamente, dijo Bernanke, responsable del banco central de EE.UU., en un reciente simposio económico en Wyoming. Este acortamiento del mundo ha sido la fuente principal de la poderosa ola de integración económica mundial y ha incrementado la interdependencia económica. Durante los últimos años ha habido un incremento continuado de flujos financieros *transfronterizos*. Las instituciones financieras extienden sus actividades desde un punto de vista geográfico y los mercados de valores cada vez tienen una orientación más internacional.

Como consecuencia de esta globalización, se han incrementado también exponencialmente los flujos de información. Y al igual que los controles sobre esos flujos financieros *transfronterizos* son cada vez menores, lo son los controles sobre la información que dichos movimientos generan. Aumenta la rapidez e interconexión de los flujos de información, y por tanto es mayor la necesidad de *estar informados* para los analistas financieros. Se crean desafíos *críticos* en cuanto a cómo se accede y se interpretan los nuevos modos de información. Cada vez es más difícil descubrir e identificar la información relevante, debido al ingente volumen, escala y frecuencia de la información. Internet, por ejemplo, es una fuente inmediata de información, pero contiene gran dispersión geográfica, contextos variados, fuentes heterogéneas y calidad variable.

Un claro ejemplo de lo anterior se nos muestra en lo ocurrido durante las últimas semanas con la crisis de las hipotecas de alto riesgo o hipotecas *subprime*. La globalización explica la rápida transmisión internacional de la crisis hipotecaria en Estados Unidos, y el aumento en la volatilidad de los mercados financieros. Parece claro que la globalización ha incrementado la frecuencia y la propagación de las crisis financieras, cobrando un papel fundamental en esta rápida transmisión internacional de las crisis el *salvaje* desarrollo de la sociedad de la información.

Desde un análisis muy simplista, a medida que han ido aumentando en medios de comunicación todo tipo de noticias relacionadas con el aumento del impago de créditos, de subida de los tipos hipotecarios, etc., los titulares de los fondos que soportan estas *titulizaciones* requieren la devolución de su dinero, colapsando el sistema por falta de liquidez. Y la caída en la cotización de las entidades financieras afectadas produce una baja de los activos que genera incertidumbre sobre la solvencia de la entidad, que en definitiva termina alentando una salida masiva de depósitos.

Adrián Zunzunegui
Analista financiero de Iberian Equities

De ahí a una situación de *pánico* hay poco trecho. Fundamentalmente, porque nadie sabe cuál es la profundidad de la crisis, porque nadie conoce a ciencia cierta cuál es el *alcance* de la misma en las firmas o entidades de inversión. Incluso voces relevantes dentro del sector financiero (Henry Paulson, secretario del Tesoro de EE.UU., Junker, Trichet) no se ponen de acuerdo en sus efectos. De nuevo el papel de la información (en este caso concreto la ausencia de la misma, y la escasez de datos reales) se demuestra fundamental. Los acreedores reaccionan a las malas noticias cerrando ligeramente el grifo de la liquidez. Únicamente más información (datos concretos dados a conocer por la Reserva Federal de los EE.UU., relativos al peso del sector residencial en el crecimiento de la economía americana, tasas de fallidos de hipotecas *subprime* a tipo variable e hipotecas *subprime* a tipos de interés fijo, publicación de resultados de compañías en el tercer trimestre...) calman la situación.

No vamos a entrar en el análisis de los efectos positivos o negativos de la globalización desde un punto de vista económico. Es evidente que hay beneficios obvios, al menos desde un punto de vista teórico: el coste de financiación baja (puedo financiarme fuera de mi *mercado natural*), se acelera el consumo, el ahorro se puede dirigir a las oportunidades de inversión más productivas (a nivel global), y en general se reduce el nivel de riesgo. Por supuesto se aumenta el nivel de competencia en los distintos mercados financieros (ante la llegada de jugadores de otros mercados), lo que implica mejoras en la eficiencia del sector financiero. Se favorece el aumento de liquidez en mercados tradicionalmente poco líquidos y se reduce el coste de las transacciones.

De todos modos, y como hemos mencionado, el papel de este artículo es analizar el proceso de la globalización desde el punto de vista de la información, como herramienta básica para que el analista financiero desarrolle su trabajo. ¿Cómo nos afecta la globalización de la información a nosotros, los analistas? ¿Hasta qué punto se ven alterados los flujos de información como consecuencia del progreso tecnológico? ¿Cómo afecta la globalización a los que manejan ingentes cantidades de información y emiten una opinión que puede influir a otros muchos?

Los sistemas de información son capaces de almacenar cada vez más un mayor número de datos en menor tiempo. Las infraestructuras de telecomunicaciones extienden sus ramificaciones y aumentan su capacidad y conectividad. Y esta mayor conectividad elimina la barrera de la

distancia. De todos modos, esa mayor conectividad a su vez genera un cada vez mayor y menos *controlado* flujo de información. En el siglo XIX era difícil pensar en mercados integrados, dado que la información financiera se transmitía a través del telégrafo. Con la llegada del teléfono, y durante los últimos años, la *explosión* de nuevos modos de comunicación *simultánea*, la información que previamente afectaba precios de productos financieros en diferentes momentos en el tiempo, comienza a tener un impacto prácticamente simultáneo, independientemente de la localización geográfica. Hoy en día, el coste de fabricar un microprocesador es mil veces inferior que hace treinta años, mientras que el coste de transmitir la información (1 byte en una distancia de 1 km) es alrededor de cien veces menor. Por tanto, el desarrollo de las telecomunicaciones y los sistemas de IT han acelerado la rápida adquisición y procesamiento de la información necesaria para operar en los mercados financieros.

De todos modos, esa sobresaturación de información corre el riesgo de convertirla en una *commodity*. Se produce en la mayoría de los casos de acuerdo a estándares de la industria (casi todas las compañías, independientemente de los mercados en los que operan, presentan sus resultados trimestrales bajo formatos parecidos), hoy en día el gestor de un fondo de inversión internacional puede recibir miles de correos electrónicos al día, con análisis de compañías cotizadas, comentarios sobre noticias, etcétera.

Por tanto, la primera conclusión es que el problema hoy en día no es el acceso a la información, sino el exceso de la misma, lo que demuestra que debe ser debidamente seleccionada. Y ese es, en mi opinión, el gran desafío del analista.

No querría, de todos modos, adoptar un papel excesivamente *crítico* con las consecuencias de la globalización en la información. Es cierto que hay efectos positivos derivados de este proceso. Se promueven regulaciones que mejoren la transparencia de los mercados financieros y reduzcan la *asimetría* de información entre los distintos participantes del mercado. Se promueven reformas institucionales que mejoran la transparencia, la calidad de la información comunicada (Basilea requiere a las instituciones financieras a dar información detallada sobre su exposición de riesgos, claro ejemplo de que la correcta provisión de información limita los riesgos, da indicaciones de la solvencia de estas instituciones, refuerza la disciplina entre los participantes en los mercados financieros, y reduce por tanto las asimetrías entre prestamistas y prestatarios, en este caso). En definitiva,

se persigue el objetivo de eliminar barreras de entrada y facilitar la operatividad.

De todos modos, la *obligada* ausencia de controles en un mercado desregularizado (condición necesaria para la globalización) es asimismo una amenaza. La falta de transparencia aumenta el riesgo de *burbujas* especulativas. Es por tanto un proceso que genera riesgos, en particular la *globalización* de las crisis financieras, en algunos casos motivadas por *asimetrías* en los flujos de información e ineficiencias en la transmisión de la información, que cuando se gestionan mal pueden aumentar el riesgo de que se generen dichas crisis.

¿Cómo afecta, por tanto, esta globalización de los mercados financieros y el desarrollo de la llamada *sociedad de la información* al trabajo del analista financiero? Para ayudarnos a alcanzar conclusiones, intentaremos responder antes a las siguientes preguntas: ¿Cuál es el trabajo del analista financiero? ¿Qué fuentes de información maneja? ¿Cómo deben ser interpretadas dichas fuentes?

1. ¿Cuál es el trabajo del analista financiero?

Siendo muy esquemáticos, el analista financiero debe ayudar a la toma de decisiones de inversión de sus clientes. Para ello, debe recoger y analizar toda la información que será base para escribir informes que apoyarán dichas decisiones de inversión.

El trabajo de un analista consiste en medir la rentabilidad de una empresa a través de sus resultados y su situación financiera, para determinar su estado actual, predecir su evolución en el futuro y estimar su valor. Así de sencillo y así de complicado. Es por tanto fundamental el buen manejo de información para llegar a conclusiones acertadas. Acertadas no en el sentido de adivinar cómo va a ser el futuro, tal afirmación no cabe en nuestro trabajo, sino acertadas en el sentido de sacar conclusiones lógicas y racionales de los datos de los que se dispone. Convertir los datos en información útil es la base de todo análisis. Disponer de miles y miles de datos sin ser capaz de encontrar comunes denominadores, de columnas vertebrales en torno a las cuales estructurarlos, no sólo hace más difícil nuestro trabajo, hace imposible un buen análisis. Los motivos por los que en algunos casos las estimaciones se alejan de lo que a posteriori ocurre pueden ser muy diferentes. Desde la falta de agilidad y agudeza de un analista para incorporar a sus estimacio-

nes lo importante y relevante de la información de la que dispone, a la experiencia del analista siguiendo a un mismo valor. Se ha podido observar en más de un estudio que aquellos analistas que tienen más experiencia siguiendo un valor emiten predicciones más cercanas a la realidad que los analistas que llevan poco tiempo en ello. Algo a tener en cuenta es que nosotros recomendamos comprar, mantener o vender acciones de una empresa y estas recomendaciones no son estáticas e inamovibles, hay que saber interpretar, generar valor añadido en la interpretación y modificar decisiones alejadas de la realidad. Ser humilde y saber rectificar son dos aspectos fundamentales.

2. ¿Qué fuentes de información maneja un analista?

Es cierto que el análisis financiero se basa, principalmente, en el comportamiento económico de las compañías o industria que se están analizando. Por tanto, el papel primordial en el trabajo del analista y el tratamiento de la información que recibe es entender e interpretar correctamente las fuentes de información contenidas en la información contable, conocer las técnicas para realizar estimaciones futuras, evaluar estructuras de capital, etc. Esa información financiera que facilitan las compañías nos ayudará a proyectar los resultados futuros y determinar el valor de una compañía. En lo que se refiere a la información financiera estándar, podríamos concluir que el papel del analista es el de facilitar la *comparabilidad* de los datos, seleccionar lo importante, aplicar estándares uniformes a la hora de analizar la información contable, etcétera.

De todos modos, no es la información contable la única de la que el analista hace uso para su trabajo. Se consigue también información mediante reuniones con gestores de las compañías. Asimismo, se necesita analizar la industria o sector en que dicha compañía participa, con el fin de prever tendencias que se pueden estar dando en la misma industria en otros mercados geográficos. Hay que estar al tanto de cambios en políticas regulatorias que puedan afectar ese sector, y no sólo desde una perspectiva local. Igualmente, se debe monitorizar el comportamiento de la economía, para intentar determinar su posible impacto en nuestras proyecciones. Por tanto, el analista necesita estar *al tanto* de todas las posibles fuentes de información y nutrirse de lo que aparece diariamente en los distintos medios de comunicación.

El analista debe evaluar la fiabilidad y validez de todos los datos que emplea. La experiencia juega aquí un papel muy importante. La información contable histórica puede considerarse fiable si está contrastada por fuentes de información independientes (auditores, peritos, servicios de información comercial, etc.), por el propio analista (visitas, datos surgidos de las relaciones comerciales mantenidas con la empresa analizada) y es coherente. Las expectativas y previsiones podrán considerarse fiables si son coherentes con las elaboradas por fuentes independientes o con la trayectoria de la empresa. Pero incluso con datos contables nunca hay verdades absolutas. Las agencias de *rating* (Moody's, Standard and Poor's y Fitch), que emiten calificaciones de deuda, han soportado grandes críticas sobre la tardanza con la que han reaccionado en la crisis de las hipotecas *subprime*. Jean Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo, ha dicho en más de una ocasión que la opinión de estas agencias de calificación nunca debe sustituir al propio análisis realizado por el inversor.

Por otro lado, la información que se encuentra en periódicos y revistas, siempre que se maneje adecuadamente, puede sernos extremadamente útil. Pero hay que saber interpretarla. En este sentido, hay que hacer mención expresa a la pérdida de calidad de los contenidos en los medios digitales en Internet a causa de la tendencia a la producción masiva de contenidos, que es en nuestra opinión la expresión *máxima* del impacto de la globalización en las fuentes de información.

Al hacer referencia a los medios de comunicación debemos detenernos un instante. En el pasado, la mayor parte de los periódicos, estaciones de radio y de televisión era de propiedad local e iban dirigidos a audiencias locales. Las revistas empezaron a convertirse en medios nacionales en el siglo XIX, igual que el cine y la industria discográfica en el siglo XX. Los agentes informativos crecieron en número y su radio de acción aumentó considerablemente, llegando a más gente. La aparición de determinados medios lleva aparejado que la credibilidad de los mismos puede verse afectada. Cuantas más opiniones, mayor riqueza, pero también mayor controversia. Más confidenciales y menos credibilidad. Con respecto a lo anterior, y particularmente a los confidenciales, es cierto que la variedad de opiniones enriquece, pero no es menos cierto que en muchas ocasiones lo que dicen no puede, o no debe, ser tenido en cuenta. A la hora de saber filtrar la información la experiencia, al igual que al analizar la información que facilita la empresa, juega un papel

importante. Con los años uno aprende qué fuentes debe consultar y qué importancia otorgarles, qué confidenciales pueden ser creíbles y cuáles no, cuando nos encontramos ante simples conjeturas sin ningún fundamento. Y sobre todo, qué fuentes de información no deben ni siquiera consultarse.

Por otro lado, también debemos ser capaces de *aislar* la opinión de la información, sobre todo cuando nos referimos a grandes grupos de comunicación. Hace pocos meses, News Corp se hizo con el control de uno de los conglomerados informativos de mayor trascendencia mundial, Dow Jones. Con esta operación pasaba a ser propietario de uno de los periódicos con más prestigio internacional, *The Wall Street Journal*. Propiedad de la familia Bancroft desde su fundación allá por los años ochenta del siglo XIX, este diario se ha caracterizado siempre por su independencia y ausencia de *conflictos de intereses*. Es por esto por lo que se convirtió a lo largo de los años en un periódico de referencia. ¿Sería posible que *The Wall Street Journal* perdiese tal independencia, sin duda la base de su *excelencia* como consecuencia de pasar a ser propiedad de News-Corp? Es algo que obviamente habrá que tener en cuenta a la hora de interpretar la información que genere.

Similares operaciones están ocurriendo por todo el mundo. En España, sin ir más lejos, Unidad Editorial ha pasado a ser propietaria de periódicos de tirada nacional como el deportivo *Marca* y económico *Expansión*. Las consecuencias, no tanto pretendiendo hablar de independencia, podrían ser parecidas a las que tengan lugar en *The Wall Street Journal*. Puede entonces decirse que la propiedad de los medios de comunicación condiciona de manera definitiva su línea editorial, tanto si la propiedad es pública o privada. Este fenómeno se acentúa en la prensa escrita, pero también es extensible a la radio, a la televisión y en mayor medida a Internet. Y en cierta modo, esto es también consecuencia de los fenómenos de globalización y las nuevas tecnologías, que fomentan el proceso de concentración de medios.

El hecho de que unos medios se posicionen a favor de determinadas ideologías y otros a favor de otras es algo que debe ser tenido en cuenta por todo lector, y especialmente por un analista. Todos los días leemos una misma noticia en diferentes medios de distinta ideología. No es extraño observar que esa misma noticia parece otra, los puntos de vista, el enfoque y las conclusiones pueden ser, y de hecho así es, radicalmente opuestos. Cuando menos, resulta curioso que una

misma noticia (como por ejemplo los datos objetivos del Estudio General de Medios respecto a la circulación de la prensa escrita en España) tenga lecturas opuestas dependiendo del medio al que se acuda.

3. ¿Cómo deben ser interpretadas dichas fuentes?

La interpretación de esta ingente cantidad de información no puede hacerse de forma mecánica. Un ratio por sí solo carece de significado, es válido cuando se le compara con un estándar interno o externo. La información así obtenida permite apreciar el valor estimado de la compañía, sin embargo dicho valor nunca será exacto. La desviación con respecto a ese exacto, que existe aunque sea sólo durante una fracción de segundo, será menor cuanto mejor y más heterogénea sea la información analizada.

Es obvio que un analista no puede sólo depender de las fuentes tradicionales de información. Nunca ha sido exitoso invertir con la información de los medios, pero no se puede negar la influencia que en la mente humana ejerce. Tampoco puede depender exclusivamente de la información que le suministra la empresa. Debe investigar. Ir más allá. No ser ingenuo y no creerse todo lo que llega sus oídos. Debe tener la suficiente capacidad de crítica y discriminación.

4. Conclusiones

Los sistemas de comunicaciones globales están teniendo una creciente importancia en la actualidad; es por medio de estos procesos que las naciones, grupos sociales y personas están interactuando de manera más fluida tanto dentro como entre naciones. Aparecen nuevos desafíos mucho más complejos relacionados con la concentración de medios de comunicación, la uniformización y la pobreza de los contenidos, el desequilibrio de los flujos de información y la falta de diversidad cultural, el papel regulador de los Estados en los planes nacionales e internacionales, y la necesaria redefinición de un servicio público en términos de información. La información es un extraordinario instrumento de poder, para manipular y para influir y hay que ser muy cuidadoso a la hora de manejarla.

Como consecuencia de todo lo anterior estamos en un período en que los mercados son cada vez más volátiles e inestables en el corto plazo.

La información tarda cada vez menos en llegar, lo que aumenta el riesgo de que las decisiones basadas en la misma se tomen con *excesiva* rapidez. La sobreabundancia de información y la ocultación de las fuentes contribuyen al desarrollo de rumores, la inmediatez e instantaneidad del canal de Internet facilitan la rápida difusión de primicias y exclusivas. Mucha de la información que se publica en los confidentiales pertenece a la categoría del rumor porque carece de fuentes reconocibles. Sin embargo, al publicarse la información confidencial en un espacio público como es Internet y contar con la responsabilidad penal subsidiaria del editor del confidencial, se produce el efecto contrario al buscado con la creación y transmisión de rumores...

Llegados a este punto, los analistas deberían prestar mucha mayor atención a los desajustes de un sistema cada vez más difícil de gestionar, y anteponer la calidad de la información antes que a cualquier otro parámetro. Es cierto que la calidad es un concepto impreciso, pero permite referirse a cosas básicas e inteligibles como la idoneidad para acceder a una información fiable, para valorarla libre, correcta e *independientemente*. Cuestionarse permanentemente la información, poner orden (en la medida de lo posible) al exceso de información y garantizar la calidad de la misma. Y no sólo hablamos de *confidentiales*... En último término, no olvidar nunca los elementos claves que sostienen la viabilidad económica de cualquier medio de comunicación: la imagen de marca, la capacidad tecnológica disponible y, por último, la rentabilidad económica. Esta última es, al fin y al cabo, la única garantía de independencia informativa. □

BIBLIOGRAFÍA

- Ramallo, R. (2007): «Lecciones de crisis anteriores que no se aplicaron», *Insider*.
- Martín Bernal, O. (2007): «Ciberlibelos, confidentiales y otros artefactos de la Red», *Revista Telos*.
- Rybinski, K. (2006): «Seminario de la Asociación de Estudiantes de Mercado de Capitales», Universidad de Cracovia.
- Alonso, J. y Martínez, L. (2006): «Enjuiciar Internet: oportunidades y perjuicios de las TIC en el periodismo», *Grupos de Trabajo II Congreso Online OCS, en Cibersociedad.net*, 2004.
- GKP, (2004): *The Media & the Information Society*, Kuala Lumpur, GKP.
- Mikhail, M.; Walther, B. y Willis, R (2003): «The effect of experience on security analyst underreaction», *Journal of Accounting and Economics*, 35, págs. 101-116.
- Díaz Noci & Salaverría (2003): *Manual de Redacción Ciberperiodística*, Barcelona, Ariel.

Hindman, M. (2002): *Media Diversity and the Concentration of online attention*, Harvard.

Issing, O. (2000): «Ottobeuren», *ECB working paper*, núm. 26, August.

Kleimeier, S. y Sander, H. (2000): «Regionalisation versus globalisation in European financial market integration: evidence from co-integration analyses», *Journal of Banking and Finance*, núm. 24, págs. 1005-1043.

Forbes, K. y Rigobon, R. (1999): «No contagion, only interdependence: measuring stock market co-movements», *NBER working paper*, núm. 7267, July.

Castells, M. (1999): *La era de la información: Economía, sociedad y cultura - La sociedad en Red, México, Siglo XXI*.

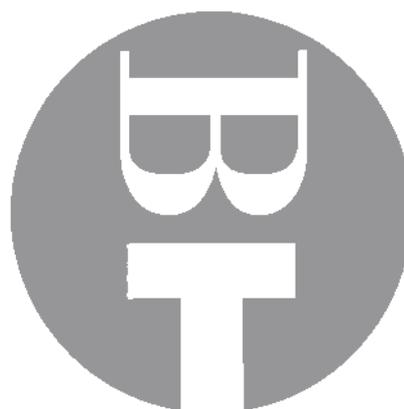
RESUMEN

El artículo reflexiona sobre el papel del análisis financiero en el marco de formular decisiones de inversión usando la información, cada vez más dispersa, heterogénea y de calidad variable. El artículo analiza el proceso de globalización desde la óptica de la información como herramientas básicas para el desarrollo del trabajo del analista financiero.

Palabras clave: Analistas, Información, Globalización, Exceso de información, Trabajo del analista, Rentabilidad, Recomendaciones.

Si busca
un economista,
aquí
lo encontrará

La Bolsa de Trabajo
del Colegio de Economistas
de Madrid,
está en condiciones
de proporcionarle el economista
que mejor se adapte
a sus necesidades específicas.
Póngase en contacto
con nosotros y lo comprobaremos.



Flora, 1. 28013 Madrid.
Teléfono: 91 559 46 02 Fax: 91 559 29 16
E-mail: cem@cemad.es

¿Qué es un analista: ciencia o arte?

La profesión de analista ha pasado por muchos vaivenes durante los últimos años, pasando de ser un puesto prácticamente desconocido en España a un lugar mucho más destacado en los últimos tiempos. La pregunta que se plantea es muy amplia ¿Qué es un analista? La abordaremos intentando definir la función del analista dentro de los mercados financieros, distinguiendo entre analista bursátil, analista de riesgos, analista de renta fija, para centrarnos en el analista de bolsa fundamental.

Analizaremos los objetivos de un analista, desde el aspecto más evidente como es la recomendación de inversión, hasta su función de asesoramiento directo a clientes. Analizaremos cómo ha evolucionado la labor del analista a lo largo de los últimos años, abordaremos el tema de las recomendaciones de los analistas y las *segundas lecturas* que se hacen de ellas, los *ranking* de analistas... analistas estrellas y estrellados... los famosos *ranked analysts*, analistas de referencia, y finalizaremos con una discusión sobre el tan debatido tema de la independencia del analista y los controles a los que está sometido.

1. ¿Qué es un analista? El analista fundamental en los mercados de equities

Empezaremos intentando definir el concepto de analista y los diferentes tipos de analistas con los que nos encontramos en el mundo financiero. En los *mercados de equities*, nos encontramos con dos tipos de analistas: el analista fundamental y el analista técnico. Mientras el analista fundamental parte del estudio de las particularidades de una empresa e industria para intentar anticipar la evolución futura de la compañía en cuestión y de la acción, el analista técnico parte del análisis de la evolución de la acción en los mercados.

En los *mercados de deuda* (bonos principalmente) el analista intenta anticipar los movimientos esperados en los instrumentos de deuda de una compañía o sector. En este caso, el analista se centra en el análisis de la deuda de la compañía, la capacidad de repago de la deuda y valoración de activos. En los mercados de deuda, las agencias de *rating* (Moody's, S&P y Fitch) juegan un papel fundamental, así como las variables macroeconómicas y las decisiones de los bancos centrales.

En este artículo nos centraremos en los *mercados de equities*, y dentro de éste en el papel del analista fundamental.

El *analista fundamental* básicamente se dedica a analizar compañías cotizadas en bolsa y hacer una valoración basada en sus *fundamentos*.

María Rotondo

Responsable global de Telecomunicaciones y Medios de Comunicación del área de Banca de Inversión del Grupo Santander

La técnica más utilizada es el *descuento de flujos de caja* (DCF), que permite calcular el valor presente de los flujos de caja que esperamos que genere una compañía en el futuro. Para llegar a ello, el analista debe proyectar a futuro (5-10 años) los resultados de una compañía. Será necesario un conocimiento profundo del sector y de la compañía en cuestión para identificar las variables clave en esa evolución futura, ya sean de tipo macroeconómico (PIB, tipos de cambio) como de tipo regulatorio, dinámica competitiva (ej., si se espera nuevos entrantes en el mercado) y factores particulares de la compañía (estructura de costes, equipo gestor, estrategia, etcétera).

Un tema clave en la valoración por flujos de caja será el determinar la tasa a la que se van a descontar esos flujos de caja, WACC, en la que interviene tanto el coste de la deuda de la compañía como el riesgo de mercado, riesgo país y riesgo de la compañía.

Aunque la valoración por DCF tiene un aspecto técnico innegable, también es verdad que está sujeto a apreciaciones del analista, tanto en lo que se refiere a la capacidad de generar caja por parte de una compañía como en la determinación de la tasa de descuento o WACC a aplicar, con lo cual no es la *pedra filosofal* e incluso es muy discutida. La valoración que obtendremos por la técnica de DCF será más o menos aproximada dependiendo de la *calidad* de los *inputs* que hayamos introducido. En este aspecto, lógicamente, un analista experimentado y que conozca bien su sector y la compañía en cuestión tendrá un modelo más detallado y afinado. Pero también es cierto

que el *análisis es ilimitado*, no existe límite al estudio de un sector o compañía, con lo cual podemos llegar a lo que se denomina *parálisis por análisis*, es decir, a modelos tan complejos y detallados que básicamente se convierten en impracticables y en el que el analista ya no ve el bosque porque se ha perdido entre los árboles.

Por ello, es frecuente que el analista fundamental contraste la valoración obtenida por DCF con una valoración *por múltiplos de mercados comparables*. Ésta consiste en comparar los ratios bursátiles de una compañía con una cesta de compañías comparables por ser del mismo sector, tamaño o características. Ofrecemos el cuadro 1 de los ratios bursátiles de compañías de cable en Europa y EE.UU. Normalmente se calculan los ratios bursátiles medios de la cesta de valores comparables para aplicarlos a las variables de la cuenta de resultados de la compañía que se desea valorar. Sin embargo, esta técnica tiene problemas evidentes, que se hicieron palpables en la fiebre de Internet en el año 1999 y 2000 en que se producía un círculo vicioso en el que las valoraciones de compañías de Internet se habían disparado sin ningún fundamento y el aplicar los ratios de mercado no hacía más que ampliar la sinrazón. La valoración por múltiplos de mercado parte del supuesto que el mercado es el mejor valorador y no existen distorsiones. Esto en cierta manera es contradictorio con la labor del analista, que debe enfocarse a identificará oportunidades de inversión a raíz de situaciones en que el mercado no está valorando correctamente a determinadas compañías.

CUADRO 1
RATIOS DE MÚLTIPLOS DEL SECTOR CABLE EUROPA-EE.UU.

Compañías	País	Cap. bursátil (miles euros) (09/10/2007)	Valor compañía (mill. €)	Valor compañía/ventas			Valor compañía/EBITDA		
				2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
Europa:									
Telenet	Bélgica	2.752	4.068	4,37x	4,02x	3,84x	9,5x	8,8x	8,4x
PT Multimedia	Portugal	3.276	3.524	4,96x	4,70x	4,41x	15,4x	13,8x	12,6x
Fastweb	Italia	3.220	4.308	2,66x	2,30x	2,11x	8,1x	6,5x	5,8x
Virgin Media	Reino Unido	5.698	13.973	2,41x	2,35x	2,28x	7,6x	6,9x	6,7x
ILJAD	Francia	3.871	3.906	3,24x	2,72x	2,46x	9,0x	7,4x	6,5x
EE.UU.:									
Cablevisión Systems	EE.UU.	7.094	14.658	3,17x	2,95x	2,78x	10,3x	9,3x	8,4x
Charter Communications	EE.UU.	823	14.825	3,45x	3,10x	2,84x	9,8x	8,7x	7,8x
COMCAST	EE.UU.	52.250	71.608	3,26x	2,90x	2,64x	8,4x	7,4x	6,6x
Mediacom Communications	EE.UU.	554	2.769	3,00x	2,75x	2,55x	8,3x	7,5x	7,0x
Liberty Global	EE.UU.	11.103	22.192	3,54x	3,16x	2,88x	9,1x	7,9x	7,1x

Fecha: 09/10/2007.
Fuente: Bloomberg y datos compañías.

Finalmente, otra técnica utilizada para *identificar oportunidades de inversión es la valoración por la suma de las partes o Sum of the Parts/Break up Value*. En grandes grupos es posible que el valor al que cotiza en bolsa no esté reflejando el valor de todas las compañías incluidas en el portafolio de esa compañía o, yendo un paso más allá, el valor que podrían alcanzar si se vendieran, a raíz de las sinergias que podrían generar para un eventual comprador.

El analista fundamental también debe tener en cuenta *aspectos técnicos* como son la liquidez de un valor, posibles anuncios de recompra de acciones u otros factores que pueden afectar a la cotización bursátil. Teniendo en cuenta que uno de los principales objetivos de un analista bursátil es acertar en sus recomendaciones de inversión, deberá intentar anticipar el comportamiento bursátil y todo lo que le puede afectar. A modo de ejemplo, en un mercado bajista una compañía con un dividendo importante y que ha anunciado un programa de recompra de acciones que, por ejemplo, suponga más del 20% de su liquidez, se convierte en un valor refugio que tenderá a hacerlo mejor que el índice.

Finalmente, hay *aspectos cualitativos* que van a afectar a la cotización de un valor, como pueden ser la estabilidad del equipo gestor, la transparencia de la compañía con los mercados, el historial de la compañía en bolsa en términos de cumplimiento de *guidances* u objetivos.

2. Recomendaciones de inversión absolutas o relativas

Otra manera de interpretar los objetivos de un analista es que en realidad su empleador le va a exigir que, de una forma u otra, *contribuya a generar comisiones por la intermediación de valores*. Para ello será, por lo tanto, necesario que los clientes decidan pasar las órdenes a través un *broker* en lugar de otro. Existen varios tipos de inversores y sus sensibilidades varían. Hay clientes muy sensibles a la ejecución, otros otorgan más valor al análisis y al acierto en las recomendaciones de inversión, otros al servicio diario de información etcétera.

En principio, a un analista se le pide acertar en sus *recomendaciones de inversión*, o dicho de otra forma, que sea capaz de anticipar la evolución futura de una acción, ya sea al alza o a la baja. Un tema crítico es el *timing*, esto es, que el analista sepa identificar cuál es el momento de entrar o salirse de un valor.

Para ello no solo será necesario que el analista sea capaz de valorar de forma adecuada un valor, sino que sepa anticipar el *flujo de noticias* venidero que pueda alterar la evolución bursátil de una compañía o sector. Por ejemplo, que sepa anticipar si los resultados de una compañía que se van a publicar en una fecha concreta van a ser mejor o peor de lo esperado. Anticipar los mensajes que una compañía va a hacer públicos en su *investor day*, etc. Un caso muy cercano es el reciente *investor day* de Telefónica, en el que la acción subió más de un 10% en un par de días tras el anuncio de un *guidance* y dividendo mejor de lo esperado.

Centrándonos en el tema de las *recomendaciones de inversión, la nomenclatura* es bastante amplia: comprar, vender, mantener, infraponderar, sobreponderar, fuerte compra, fuerte venta, neutral etc., pero normalmente los informes de análisis incluyen al final una definición de qué entienden por estos conceptos. Y aquí llegamos a la discusión entre *recomendación absoluta vs. relativa*. En principio, una recomendación de compra se justifica si esperamos que el valor en cuestión tenga un *comportamiento bursátil superior al índice de referencia*. Pero aquí surge ya el primer dilema: ¿qué índice de referencia debemos tomar? ¿El IBEX 35, Eurostoxx, índice sectorial? El dilema que surge en estos casos es que nos podemos encontrar con la situación que en un momento dado podemos esperar un *de-rating* de un sector o de un país del 30% por ejemplo y se justifique bajo esta metodología que pongamos una recomendación de compra a un valor para el cual esperamos una reducción en valoración del 10%. Por ello, algunas casas se decantan por recomendaciones basadas en *performance absoluto*, esto es, un valor será denominado como compra si se espera una revaloración absoluta superior a un porcentaje determinado (típicamente un 15%) o superior al bono. Recuerdo hace unos años el comentario de un gestor de inversión del sector telecomunicaciones que decía, orgulloso, que le había ido estupendamente los últimos años batiendo al índice en un porcentaje elevadísimo y comentaba que en los años del *crash* se había concentrado en hacer perder su dinero lo más despacio posible a sus clientes, habiendo batido al índice de forma espectacular.

3. Cómo se valora a un analista: recomendaciones de inversión, ranking, votos de clientes

Una visión generalizada es considerar que los mejores analistas son los que *aciertan* más en sus

recomendaciones, sin embargo, en la práctica la labor de un analista es mucho más amplia. Esto es especialmente cierto en el caso de los *blue chips* o compañías de mayor capitalización, que tienen una amplia cobertura por parte de analistas de todo el mundo. *En estos casos el acierto en recomendaciones no es lo que más se valora.* Los grandes fondos de inversión, como son Capital, Fidelity y otros similares que tienen tanto peso en los mercados, han ido desarrollando a lo largo del tiempo sus propios departamentos de análisis muy especializados y experimentados. Estos grandes fondos ya hacen de forma interna sus análisis y valoraciones, por lo que el servicio que demandan de los analistas es más el de ofrecerles bien sea una visión global del sector y las tendencias, bien análisis concretos sobre particularidades de una industria o compañía, o lo que se ha dado por llamar *thematic research*, y en cierta manera ser *sus ojos y oídos* en un mercado concreto o con relación a una compañía. Esto supone que el analista deberá tener un *contacto a veces diario o semanal con los especialistas de estos fondos* para transmitirles la información que le parezca de relevancia, ya sea de tipo macro, sectorial, regulador, etcétera.

Estos grandes fondos, normalmente, derivan su negocio a una institución u otra basándose en una *evaluación del servicio global* que han obtenido de esa institución, valorando de forma especial el servicio que le han ofrecido los analistas. Es frecuente que estas instituciones lleven a cabo comunicaciones trimestrales, semestrales y anuales en que de forma específica atribuyen *votos a los analistas con nombres y apellidos*. En función del total de votos obtenidos por el conjunto de analistas se le retribuirá al *broker* a través de ordenes y se generarán las comisiones.

Otro aspecto que pondera en gran medida en la evaluación o desempeño de una analista es el puesto que obtengan los analistas en los *rankings*. Los *rankings* más prestigiosos en el mercado de *equities* son los de Extel-Institutional Investors. Aquí aparece el término de *ranked analyst*. Un *ranked analyst* es una analista que ha conseguido salir en estos *rankings* y en la práctica supone como un galardón o título para el analista.

Otra denominación reciente es la de *analista de referencia*. En el caso de los valores de elevada capitalización o *blue chip* la cobertura de análisis suele ser muy amplia al ser seguido por prácticamente todas las sociedades de bolsa y nos encontraremos que un valor como Vodafone, por ejemplo, es seguido por más de 50 analistas. Sin embargo, para cada valor suele haber analistas o casas de referencia que tienen más peso en la

emisión de juicio. En la práctica, en el mercado se suele identificar para cada valor un universo de 5-10 analistas *de referencia* que tienen por lo tanto un peso significativo en la emisión de sus recomendaciones u observaciones

Además de las recomendaciones de inversión y la labor comercial con clientes (visitas, *mails* diarios, llamadas), el analista debe contribuir a diferentes productos de las sociedades de bolsa, como son los informes diarios, informes de estrategia, etc. En el caso de los informes diarios, el analista debe contribuir casi a diario con una interpretación de las noticias que hayan salido, ofreciendo una cuantificación prácticamente diaria del impacto que pueda tener en la acción. La experiencia del analista en este aspecto será clave, dado que en pocos minutos debe ser capaz de *discriminar las noticias de relevancia de las que no la tienen, validar la fuente y cuantificar impactos en cuentas de resultados y comportamiento bursátil*.

4. Cómo ha evolucionado la labor del analista

Si adoptamos un enfoque temporal, a lo largo de los últimos años podemos decir que la labor del analista ha evolucionado de forma sustancial.

Mientras que en sus inicios el analista básicamente se dedicaba a escribir informes, o lo que se denomina *writing analyst*, a raíz de la mayor especialización de los fondos de inversión y su sectorialización (especialización por sectores) *la labor del analista ha tomado una vertiente más comercial* con visitas frecuentes a clientes. Recuerdo personalmente cómo tras la adquisición de O₂ por parte de Telefónica en el año 2005 mantuve en cuatro semanas 90 reuniones con clientes *one on one* y probablemente más de cien conversaciones telefónicas. Una gran parte de los fondos de inversión se han ido especializando por sectores y exigen hablar con el analista directamente.

La sectorialización ha tomado más énfasis. En la actualidad los departamentos de análisis suelen estar organizados por sectores y un equipo de *small caps*. Los sectores suelen reflejar la estructura sectorial de la geografía en la que operan y típicamente en Europa los equipos de análisis suelen contar con equipos sectoriales en TMT, Bancos, Energía, Retail, Construcción, Industriales. Los equipos de *small caps* suelen aglutinar un abanico de compañías más variadas de menor capitalización. El consenso es que una analista debe cubrir entre *cinco y diez compañías*.

Otro aspecto que ha evolucionado a lo largo del tiempo han sido los *controles legales* para garan-

tizar la calidad del análisis, así como la independencia del análisis emitido. Estos controles incluyen la necesidad de una calificación/título específico para poder emitir informes en determinados mercados, como es el CFA (Certified Financial Analyst), que consiste en una serie de exámenes por los cuales deben pasar los analistas. Otras medidas se enfocan a garantizar la independencia del analista. Así, vemos cómo en la actualidad los informes de análisis incluyen de tres a cinco páginas de *disclaimers legales*. Por independencia de los analistas se enfatiza la independencia del analista de la posible relación que pueda existir entre la compañía analizada y la institución a la que pertenece el analista. Estos *disclaimers* legales incluyen el Analyst Certification, en el que el analista que firma el informe certifica que expresa únicamente sus opiniones personales y que su remuneración no está ligada a la recomendación que expresa. También es frecuente que se ofrezca un gráfico con el historial de recomendaciones que se han emitido sobre el valor durante los últimos tres años. Se detalla la relación que haya podido tener la institución con la compañía analizada, etc. En el día a día de los departamentos de análisis también juega un papel importante el *responsable de compliance*. Este último revisa los informes antes de publicarlos para verificar que cumplen todos los requisitos legales y es responsable de que se cumplan las normas internas, entre las que se incluyen que en el departamento de análisis no pueda entrar personal de la SVB tal como *traders*, etc., para evitar que tengan conocimiento de las recomendaciones de inversión antes de ser publicadas.

Finalmente, el uso de posible *información privilegiada* está muy vigilado, teniendo que informar el analista de forma inmediata si por alguna razón ha tenido acceso. Todos los teléfonos están grabados, se guardan las cintas y se auditan de forma continua las conversaciones. En realidad, el analista es el principal interesado en intentar evitar el recibir información privilegiada, dado que esto le anula. Si un analista ha tenido acceso a información privilegiada se le impone un período de restricción. Esto supone que no puede escribir ni hablar durante un período de tiempo sobre el valor en cuestión.

5. Por qué proliferan las recomendaciones de comprar

Un aspecto interesante es observar cómo año atrás año y tengamos mercado alcista o bajista, predominan las recomendaciones de comprar y mantener en el mercado. De hecho, las socieda-

des de bolsa suelen ofrecer en sus *disclaimers* información sobre el porcentaje que suponen las recomendaciones de compra, mantener o venta dentro de su universo de cobertura.

En el cuadro 2 hemos recogido la dispersión de recomendaciones de una serie de instituciones al azar: JP Morgan, Citigroup, Credit Suisse y Deutsche Bank. Hemos tomado también su universo de recomendaciones en Europa. Observamos cómo de media *el 46% de sus recomendaciones son de comprar, el 42% de mantener y en un 9% de vender*. Esto matemáticamente es discutible, dado que si definimos una recomendación de compra como un valor que debe hacerlo mejor que el índice, en realidad deberíamos tener un porcentaje similar de recomendaciones de comprar y vender, a no ser que haya una dispersión muy amplia en la capitalización bursátil de los valores y por lo tanto los pesos o ponderaciones en los índices de referencia sea muy dispar.

En el cuadro 3 hemos tomado la evolución bursátil de los diferentes valores que componen el IBEX 35 desde el 1 de enero de 2007 hasta el 15 octubre 2007. Observamos cómo sólo once valores han batido al índice, mientras diecisiete lo han hecho significativamente peor que el índice. De forma que este año se hubiera justificado un *30% de recomendaciones de compra, un 11% de mantener y un 50% de recomendaciones de venta*. En cierta manera una segunda lectura de las recomendaciones es que un *mantener* puede en realidad reflejar una recomendación de venta, dado que no hay una lógica evidente para mantener un valor si existe alternativa en otro valor con un mayor potencial alcista.

En la práctica las recomendaciones de venta son menos frecuentes. Es difícil entender este fenómeno y se apuntan varias razones: i) Una recomendación de venta es una recomendación

CUADRO 2
RECOMENDACIONES DE COMPRAR, MANTENER, VENDER

	Comprar (%)	Mantener (%)	Vender (%)
Citigroup	50	38	2
JP Morgan	42	41	17
Deutsche Bank	47	48	5
Credit Suisse	46	40	12
Media	46	42	9

Fuente: Informes de Research de los bancos mencionados. Citi a 30 septiembre 2007. JP Morgan a 30 marzo 2007. DB a 24 julio 2007. CS a 4 octubre 2007 (no suma 100% por 2% de recomendaciones restringidas).

CUADRO 3
EVOLUCIÓN BURSÁTIL DE LOS VALORES DEL IBEX 35
(Del 1 de enero al 15 de octubre de 2007)

Acciones IBEX35	Valorización desde 1 ene 07 (%)
SYV	-37
COL	-35
A3TV	-27
FCC	-23
BTO	-18
FER	-17
SAB	-17
BKT	-14
TL5	-13
CIN	-11
POP	-11
ACX	-11
ACS	-8
BBVA	-4
MAP	-3
REP	-2
AGS	-1
SAN	0
SGC	2
NHH	4
ABE	7
IDR	8
IBEX	8
ENG	9
UNF	14
ITX	20
REE	23
ALT	24
IBLA	27
GAS	30
IBE	31
TEF	33
BME	44
GAM	51
ANA	52

Fuente: Bloomberg.

incomoda ante la compañía, que no la suele ver con buenos ojos por motivos obvios. ii) Tampoco suele ser una recomendación *bienvenida* por los inversores, en el sentido que los fondos que ya están invertidos en ese valor se verán perjudicados y los que no lo están la obviarán. iii) En principio, una recomendación de venta genera menos negocio: una recomendación de comprar un valor en principio está abierta a todo el universo de inversores, mientras una recomendación de venta generará negocio entre los inversores que ya posean esa acción. iv) Finalmente podríamos apuntar a fenómenos humanos/psicológicos, la mente humana es intrínsecamente positiva.

Pero también es interesante observar como en general las recomendaciones de venta, aunque no generen tanto negocio de forma directa, *suelen ser muy valoradas por los inversores por ser infrecuen-*

tes. Una de las labores más importantes del analista es hacer pensar al inversor sobre diferentes escenarios, y el negativo no es más que uno más.

Me gustaría concluir este artículo en cierta manera con un homenaje a la labor de los analistas, no sólo porque cumplen una labor fundamental de transmisión de información a los inversores, imponen disciplina a las compañías y contribuyen a una asignación más eficiente de los recursos, sino porque es un trabajo de extrema dureza que requiere unas cualidades técnicas y psicológicas muy particulares. Los analistas son seres lunáticos en el sentido que trabajan de noche a noche, empezando su jornada a las siete de la mañana antes de que abran los mercados. En media viajan visitando fondos de inversión unas quince semanas al año con cinco a siete reuniones diarias lo que arroja un total de 450 reuniones al año. Los analistas se dedican a predecir el futuro pero con un examinador que está siempre presente: la pantalla de Reuters o Bloomberg les pone nota de forma implacable cada mes, cada día, cada minuto. Se entiende que una recomendación de inversión tiene que tener una vida de seis meses, algunas mayor; el analista se tiene que abrazar literalmente a su recomendación durante meses y resistir los embistes de una realidad cambiante y en muchos casos impredecible de acontecimientos políticos, macroeconómicos o relacionados con el mundo empresarial, mientras su recomendación sigue allí escrita en negro sobre blanco sobre un papel. Es probablemente uno de los trabajos más interesantes, estimulantes y creativos al que puede enfrentarse un economista con el *gran reto que supone el intentar predecir el futuro*. □

RESUMEN

La profesión de analista ha pasado por muchos vaivenes durante los últimos años pasando de ser un puesto prácticamente desconocido en España a un lugar mucho más destacado en los últimos tiempos. Centrándonos en la labor de analista bursátil fundamental, se analizan los objetivos que persiguen, los métodos de valoración, la importancia del timing en las recomendaciones de inversión y los condicionamientos técnicos del mercado de valores. Se ofrece también un análisis de la nomenclatura de las recomendaciones de inversión absolutas o relativas, la evaluación interna y externa del analista y cómo ha evolucionado el papel de los analistas a lo largo del tiempo con la tendencia hacia la sectorialización.

Palabras clave: *Analista fundamental, Recomendaciones de inversión, Anticipación, Cuantificación de impactos, Rankings de analistas, Controles legales, Predecir el futuro.*

El encaje actual del control interno en el sector público estatal

José Manuel Adán Carmona
Economista.
Inspector de Finanzas del Estado

1. Introducción

El control interno de la gestión económico financiera del sector público estatal no está mencionado en la Constitución, por lo que quien gobierne la cosa pública puede modular ese control como desee o bien prescindir en la práctica del mismo, ya que sólo el Tribunal de Cuentas, como *supremo órgano fiscalizador de las Cuentas y de la gestión económica del Estado así como del sector público* (art. 136 CE), debe rendir cuentas a las Cortes Generales.

El precedente más remoto de la Intervención en el Derecho castellano, según el profesor Gibert, se encuentra en las Partidas de Alfonso X (segunda partida, título IX, ley XVII), pero ciñéndonos a una época más reciente, es la Ley Provisional de Administración y Contabilidad de la Hacienda Pública, de 20 de junio de 1870, promulgada para adaptar la Ley Básica de la Hacienda a los principios contenidos en la Constitución de 1869 la que instituye la Intervención General de la Administración del Estado (en adelante IGAE) que *fiscalizará todos los actos de la Administración Pública que produzcan ingresos o gastos* (art. 52) y *ejercerá sus funciones por medio de agentes directos, establecidos cerca de todas las dependencias encargadas de las diferentes ramas de la Administración Pública* (art. 53).

El 7 de enero de 1874 el decreto del ministro José Echegaray otorgaba al interventor general de la Administración del Estado la máxima categoría administrativa de la época y señalaba que *a los Interventores Generales de la Administración del Estado corresponde la alta y noble misión de velar por la efectiva aplicación de las leyes y por la guarda y legítima inversión de los caudales, de las rentas y de toda clase de pertenencias del país*. El citado ministro señalaba que: *Para todo Ministro de Hacienda, para los Gobiernos, para las Cámaras, para el país, la salvación está en el santo*

temor al déficit, frase por la que fue más recordado y que después de tantos vaivenes académicos antikeynesianos ha venido a resultar una de las reglas de oro de la presupuestación actual.

Ya en nuestros días la Ley General Presupuestaria de 2003 emplea un título, el VI, para establecer el *control de la gestión económico-financiera efectuado por la IGAE*. La IGAE, que como centro directivo dirige además la contabilidad pública y suministra información periódica de la misma al Gobierno de turno, es el órgano más importante del control interno y es de este aspecto del que nos ocuparemos aquí.

— ¿Es el sistema de control interno en la actualidad el más adecuado?

— El control posterior, que debe cubrir mayor parcela de gasto público, ¿está preparado para conocer la eficiencia de ese gasto?

— El presupuesto del Estado, que está diseñado como presupuesto por programas, ¿es realmente el motor para el cumplimiento de los objetivos de dichos programas?

— La transparencia en el control posterior ¿existe?

— El estatus del interventor general del Estado, y de los interventores delegados ¿es realmente el adecuado?

— El control del gasto en el exterior ¿es efectivo?

El desarrollo de estas reflexiones es lo que se intenta exponer en este trabajo.

Para ello examinaremos en primer lugar la situación del control previo, reconociendo su debilidad como filtro inicial de la legalidad, para después estudiar la realidad del control posterior, más enfocado a los controles de regularidad contable y cumplimiento de la normativa que a la eficiencia del gasto, reconociendo que el motor de presupuesto por programas no está en sintonía con la búsqueda de la eficiencia de los objetivos de dichos programas.

La transparencia de la información del control posterior, que una vez finalizado el proceso debería ser objeto de publicación en Internet; la ausencia de interventor delegado que pueda realizar el control del gasto en el exterior, de acuerdo con las competencias ya concedidas pero no ejercitadas, y el estatus del interventor general y los interventores delegados en ministerios y organismos son los asuntos que ocupan el final del trabajo.

2. El control previo

La conveniencia del control interno en nuestros días nadie la discute, pero de la misma manera el órgano controlado intentará disminuir los efectos de su aplicación práctica.

El control interno se puede aplicar al proceso del gasto en sus modalidades de previo: exigencia de requisitos legales previos a la realización del gasto, lo que puede llevar a la suspensión del procedimiento entre tanto no se subsanen dichos requisitos, y posterior; examen de los requisitos una vez consumado el gasto, lo que dificulta, cuando de los requisitos legales se trata, la maduración del procedimiento.

En líneas generales podemos señalar que hasta la aparición del presupuesto por programas en el año 1984 y con apoyo en la Ley General Presupuestaria de 1977, el sistema prácticamente único de control era el previo.

La modalidad de fiscalización previa fue en su momento la más conocida en la Administración tanto por su extensión (a la totalidad de los gastos del presupuesto) como por su intensidad (todos los requisitos legales eran examinados), y al mismo tiempo la menos querida por los órganos gestores que la tachaban de excesivamente ralentizante del proceso del gasto. Qué duda cabe que tenía sus ventajas e inconvenientes ya que determinados procesos del gasto podrían quedar retenidos por obviedades, o se consideraba que el foco se ponía en actos menores mientras gastos de mayor importancia podían tramitarse con más facilidad, o bien el tiempo dedicado a tantos actos menores hacía que no se dedicara el tiempo suficiente a los más importantes.

En 1984 aparece el presupuesto por programas con su línea directriz de la presupuestación basada en los resultados derivados de la consecución de los objetivos de los programas, por lo que es necesario auditar dichos programas, y como consecuencia de ello aparecerán las denominadas *auditorías de infarto* manejando políticamente dichas auditorías al contrario de lo que se

debía haber hecho. Desde aquí es necesario propugnar que la función de control interno debe ser eminentemente técnica y no dirigida políticamente, sino destinada a corregir las distorsiones en el gasto allí donde se produzcan.

En la Ley de Presupuestos para 1984 comienza el debilitamiento del control previo al elaborar un procedimiento de control no sobre la totalidad de los gastos, si no aleatoriamente sobre algunos, así aparece la disposición adicional decimoquinta modificando la Ley General Presupuestaria e introduciendo la fiscalización previa por muestreo, mediante la cual y basándose en un procedimiento estadístico se elegían los expedientes que debían ser fiscalizados. Además se establece la elaboración de un plan anual de auditorías en el que se irán incluyendo la totalidad de los organismos autónomos y las sociedades estatales para comprobación de su funcionamiento en el aspecto económico financiero.

La IGAE determinará los actos, documentos o expedientes sobre los que la función interventora podrá ser ejercida sobre una muestra y no sobre el total de la población.

A efectos de realizar las actuaciones de control financiero previstas en la Ley General Presupuestaria, la IGAE elaborará un Plan Anual de Auditorías, en el que se irán incluyendo la totalidad de los Organismos Autónomos y de las Sociedades Estatales.

El sistema de control previo mediante muestreo se suprime en 1987 debido al fracaso del mismo. En lugar de realizar un muestreo de los expedientes de gastos se opta entonces por reducir las exigencias previas a los expedientes de gasto, lo que se denomina fiscalización *limitada* previa, nuevamente es la Ley de Presupuestos esta vez para 1988, el soporte jurídico de modificación de la Ley General Presupuestaria e introduciendo el artículo 95.2: «El Gobierno podrá acordar, previo informe de la IGAE, que la intervención previa en cada uno de los ministerios, centros, dependencias y organismos se limite a comprobar los extremos siguientes...» Nace entonces la denominada fiscalización limitada previa que mediante Acuerdos de Consejo de Ministros (ACM) va a ir modulando el control previo.

Además se establece, para compensar esa ausencia de fiscalización en el período previo, una fiscalización a posteriori de los gastos sometidos a *limitada*, pero no de todos los gastos, sólo sobre una *muestra*. Es decir, previa limitada y posterior también limitada. Nos movemos aquí sólo en el terreno de fiscalización de las disposiciones legales, es decir que se asegure que *la administración*

de los recursos públicos se ajuste a las disposiciones aplicables.

Las discrepancias en la fiscalización previa entre el órgano de control y el gestor, se resuelven en primer lugar ante el interventor general, pudiendo llegar al Consejo de Ministros si el órgano gestor, por medio del titular de su departamento, al no estar de acuerdo en la solución dada por el interventor general, lo somete al Consejo de Ministros. En este caso, la postura de la IGAE en ese Consejo, es *defendida* por el ministro de Economía y Hacienda, lo que no tiene mucha lógica, ya que el citado ministro representa a un órgano gestor, el Ministerio de Economía y Hacienda y por otra parte, si el titular del órgano discrepante fuera el citado ministro, la postura de la IGAE ante dicho Consejo no sería debidamente defendida.

A partir de la aparición de la presupuestación por programas y en cada Ley de Presupuestos anuales aparecen disposiciones que van mermando la potencia fiscalizadora previa en beneficio de la posterior. Las auditorías cada vez tienen más predicamento, es el auge de las firmas auditoras. Es tanta la modificación legislativa que en 1989 aparece el texto refundido de la Ley General Presupuestaria.

Varios aspectos inciden en la reducción del control interno previo, que es un control de legalidad:

— Su naturaleza: por ser legal no significa que el gasto sea eficiente.

— La paralización del proceso por aspectos nimios.

— Esa exhaustividad en el proceso quitaba tiempo para el estudio de casos más importantes.

El hecho es la existencia de menos control previo. El modelo: competencias importantes de control previo mediante una ley, pero reducción de las mismas mediante un Acuerdo de Consejo de Ministros.

Así, la actual Ley General Presupuestaria de 2003, que trae la redacción del antiguo texto refundido de 1988 en su artículo 148, señala: *La función interventora tiene por objeto controlar, antes de que sean aprobados, los actos del sector público estatal que den lugar al reconocimiento de derechos o a la realización de gastos.* Para a continuación, en el artículo 149: *El Consejo de Ministros a propuesta de la IGAE podrá acordar de forma motivada la aplicación del control financiero permanente en sustitución de la función interventora,* es decir sustituye un control previo por uno posterior.

Además, en el artículo 152: *El Gobierno, a propuesta de la IGAE podrá acordar, que la fiscalización e intervención previas a que se refiere el artículo 150, se limiten a comprobar los extremos*

siguientes: ... De nuevo se vuelve a disminuir las exigencias de aspectos del control previo.

Por otra parte, en el artículo 156, denominado *Omisión de fiscalización,* se señala lo que en previa no es necesario examinar (contratos menores, gastos menores de 5.000 euros,...).

Este modelo de fiscalización previa es el que permanece en nuestros días.

Después de este debilitamiento del control previo desde 1984, en el que en la mayoría de expedientes de gasto se limita a la comprobación de existencia de crédito en el presupuesto y si ese crédito está propuesto por órgano competente, ¿podemos realmente encontrarnos satisfechos teniendo en cuenta que existe un control posterior que puede completar el examen del expediente?

Hay que señalar que el debilitamiento del control previo se enmarca en una tendencia europea, de la que incluso la Comisión de la Unión Europea ha participado, pero siempre exigida por los gestores, nunca por los órganos de control. De ahí un mayor reforzamiento del control posterior que si no es eficiente debilita todo el sistema de control. Esa tendencia continúa incluso con el debilitamiento de las auditorías mediante la aparición de las evaluaciones, como ayudas al sector para mejorar su gestión. Es decir, el sistema está dirigido no ya al control del gasto sino a la mejora de la gestión exclusivamente. La idea parece un hallazgo feliz, pero se da de bruces con la realidad de la rutina en la gestión y la falta de exigencia de las autoridades presupuestarias en el rigor del cumplimiento de los objetivos de los programas. Si a esto añadimos que la parcela Administración General del Estado en un futuro no muy lejano incluirá solamente los Departamentos Ministeriales, por la posible transformación de los Organismos Públicos en Agencias donde no existirá el control previo, que estos Departamentos Ministeriales tienen menos competencias por su traspaso de gran parte de las mismas a las Comunidades Autónomas, y la dificultad de que el control posterior pueda ocuparse eficazmente de la eficiencia del gasto en la parcela, en la que se debe ocupar, la respuesta a la anterior pregunta es que el control previo debe recuperarse plenamente sin ningún tipo de cortapisas, en todo caso para créditos de cuantía superior a un cierto límite y sea cual sea la naturaleza económica del crédito.

3. El control posterior

Como hemos indicado anteriormente, hasta 1984 se puede considerar que no existía. En 1984

se establece en la Ley de Presupuestos la obligación de elaborar un plan anual de auditorías que resulta muy reducido y poco eficaz y en 1988 al implantarse la fiscalización limitada previa se establece la posterior, lo que da lugar al denominado control *a posteriori*, sólo limitado al control de legalidad.

Paralelamente los organismos quieren más y más independencia. Si son organismos autónomos administrativos querrán convertirse en comerciales y si son comerciales querrán convertirse en entes públicos y así sucesivamente, con el fin de tener mayor autonomía que significará remuneraciones distintas del funcionariado, menor control sobre el gasto público y en algunas sociedades estatales mayor libertad para contratar al límite de la Ley de Contratos del Estado.

Ya en 1995 aparece el Real Decreto 2188 sobre *control interno y disposiciones complementarias*, verdadera pieza clave del asentamiento del control financiero. Se asienta la fiscalización limitada previa, el control posterior sobre una muestra *el grado de cumplimiento de la legalidad de los extremos no comprobados en la fiscalización previa se verificará con carácter posterior sobre una muestra representativa* (art. 21 del RD 2188/95), y aparece el control financiero que tiene por objeto *verificar que la gestión económico-financiera del sector Público se adecue a los principios de legalidad, economía, eficiencia y eficacia* este control podrá ser ejercido de forma permanente en los organismos que designe la IGAE e incluirá el control posterior.

Es decir, existirá en cuanto a control ejercido posteriormente al proceso de gasto los denominados:

- Control posterior (de legalidad) y sólo sobre una muestra.

- El control financiero permanente, en la Administración General del Estado y OO. AA. de la Administración, que aglutinará el anterior en 1996.

- El control financiero, que además de los sujetos anteriores se pueden ejercer referidos al resto de organismos autónomos, sociedades y demás entes públicos estatales e incluso a sociedades mercantiles y particulares por razón de subvenciones y otras ayudas.

Finalmente, en la nueva Ley General Presupuestaria de 2003 se establece claramente:

- La fiscalización previa.
- El control financiero permanente.
- Las auditorías públicas.

El control financiero permanente (denominado así por tener un órgano de control asentado en el organismo ejerciendo el control continuamente) va a dedicarse a comprobar *el cumplimiento*

de la normativa y directrices que les rigen y que su gestión se ajusta a los principios de buena gestión financiera y elimina el control posterior sobre muestreo. El objetivo es amplio aun cuando a priori pudiera ceñirse sólo al cumplimiento de la legalidad, por eso a veces se confunde con la auditoría en cuanto al objeto.

Los aspectos críticos de los informes de control financiero permanente pueden ir reflejados en informes de actuación de la IGAE dirigidos al titular del departamento y, en caso de disconformidad, el Consejo de Ministros tiene la última palabra, presentando las mismas dificultades de representación ante dicho Consejo que las expresadas para las discrepancias de la fiscalización previa.

La auditoría pública no será *permanente*, se realizará esporádicamente de acuerdo con lo que se establezca en el plan anual de auditorías y *consistirá en la verificación, realizada con posterioridad y efectuada de forma sistemática, de la actividad económico-financiera mediante aplicación de normas de auditoría.*

Adopta nueve modalidades y alguna de ellas como la de *cumplimiento*, es una tarea ya realizada en el control financiero permanente, en los órganos que existe este control. Entre las modalidades que deben resultar más efectivas se encuentra la denominada auditoría operativa, modalidad *de economía, eficacia y eficiencia consistente en la valoración independiente y objetiva del nivel de economía, eficacia y eficiencia alcanzado en la utilización de los recursos públicos.*

De nuevo las actuaciones se recogen en informes que siguen el mismo camino ya expuesto anteriormente.

La IGAE establece anualmente un plan de control financiero permanente y un plan de auditorías.

El plan de control financiero permanente lo demanda la LGP de 2003 (art. 159.3) y las actuaciones de dicho plan se plasman en informes con contenido y destinatarios previamente establecidos y en él se indican los objetivos y prioridades de la IGAE. La ley asigna a este control:

- El cumplimiento de la normativa no examinada en la fiscalización previa.
 - Verificación del cumplimiento de los objetivos de los programas, pero basado en el análisis de los balances de resultados.
- Este tipo de control se aplica a:
- La Administración General del Estado.
 - Organismos autónomos.
 - Entidades estatales y públicas empresariales (según el art. 158 de la LGP).
 - Entidades gestoras de la Seguridad Social.

Se incluye en este plan de control, el control de los programas objeto de especial seguimiento dispuestos en la Ley de Presupuestos Generales del Estado y que será objeto de comentarios más explícitos en la parte de este trabajo dedicada a los presupuestos.

Junto al plan anual de control financiero permanente se elabora el de auditorías que incluye también *las actuaciones correspondientes a ayudas y subvenciones públicas* (art. 165 de la LG Presupuestaria), y dichas actuaciones se traducen en dicho plan como *control financiero de subvenciones*; es decir, no se va a examinar la vertiente de la eficiencia del gasto público (en este caso una subvención o ayuda) sino la estrictamente financiera. En el caso de las auditorías se dirigirá más al conocimiento de la situación contable, la eficiente del gasto está algo lejana.

El plan de auditorías públicas abarca *los órganos y entidades integrantes del sector público estatal y los fondos carentes de personalidad jurídica*.

Se definen las auditorías en dicha ley de una forma muy general y se manifiesta en nueve modalidades (regularidad contable, cumplimiento, operativa...), de las que, en mi opinión, la más importante y más utilizada siguiendo el guión de la ayuda al gestor, debería ser la de *economía, eficacia y eficiencia, consistente en la valoración independiente y objetiva del nivel de eficacia, eficiencia y economía alcanzado en la utilización de los recursos públicos*.

Sin embargo los planes de auditorías se centran más en las auditorías de regularidad contable o de cumplimiento (legalidad) que en la de economía, eficacia y eficiencia.

Si examinamos el plan anual de auditorías de 2007 constatamos que sólo el 17% de las auditorías se dedican al conocimiento del grado de consecución de los objetivos de los programas y esto en el plan más avanzado en cuanto a este tipo de control se trata. Como veremos más adelante, todo es resultado de la falta de energía política para la consecución de un marco integrado de conocimiento y puesta en práctica de un verdadero presupuesto por programas basado en los resultados, en el que no existe verdadera coordinación entre los órganos encargados de la elaboración del presupuesto, los gestores y los órganos de control.

Concluimos pues que tanto el control financiero permanente, más dedicado al examen del cumplimiento contable y financiero, como las auditorías públicas, más dirigidas a las de regularidad contable y cumplimiento y alejadas de las que per-

siguen la eficiencia, poco pueden ayudar a mejorar la gestión, están más encaminadas al conocimiento cuantitativo y legal del gasto, no al conocimiento de la eficiencia del mismo.

4. El Presupuesto

Nos referimos en este punto al Presupuesto General del Estado en relación con el cumplimiento de la tarea para la que está estructurado, es decir, los programas y, consecuentemente, los objetivos de dichos programas, el conocimiento de su cumplimiento, las desviaciones habidas, el grado de cumplimiento, las medidas tomadas en su caso, en fin la información suministrada a los órganos encargados de la elaboración del presupuesto para reformar el del ejercicio siguiente, o en el plazo que se considere conveniente si la tendencia al incumplimiento de los objetivos alcanza una determinada dimensión.

La estructura de presupuesto por programas se produjo porque se consideró que la anterior, simplemente incrementativa, no producía la debida información y era necesario implicar a los gestores no en el gasto sino en la eficiencia del gasto.

Por ello se establecieron los distintos programas (en la actualidad, 227) que son como ríos financieros que van nutriendo la Administración y atraviesa horizontal o verticalmente los distintos órganos que componen el sector público estatal. Por lo tanto un programa atraviesa distintos centros gestores, pero también puede instalarse en un solo centro gestor (en casos reducidos). De ahí la dificultad de realizar cualquier evaluación o auditoría para conocer el grado de cumplimiento de los objetivos de un solo programa. Sería necesario conocer los de los diferentes centros gestores y posteriormente ir componiendo la armazón de la auditoría total.

Los programas son de dos tipos (enumerados con tres dígitos y una letra, que es la que marca si el programa tiene fácil la medición de sus objetivos o no): *La estructura de programas de gasto diferenciará los programas de gasto de carácter finalista de los programas instrumentales o de apoyo y los de gestión. Los programas finalista son aquellos a los que se les puede asignar objetivos cuantificables e indicadores de ejecución mensurables. Los objetivos se expresarán en unidades físicas cuando ello sea posible [...] Los programas instrumentales y de gestión son los que tienen por objeto alguna de las siguientes finalidades: la administración de los recursos necesarios para la ejecución de actividades generales de*

ordenación, regulación y planificación, la ejecución de una actividad que se perfeccionan por su propia realización sin que sea posible proceder a una cuantificación material de sus objetivos o el apoyo a un programa finalista (OM 857/2005 por la que se dictan normas para la elaboración de los Presupuestos Generales del Estado para 2006). Debido a ello los programas de gasto serán 99 finalistas y 128 instrumentales y de gestión. Por lo tanto solamente podrán ser objeto de medición 99 programas sobre un total de 227, lo que representa un 43% del presupuesto. En la Ley de Presupuestos 37/88, de Presupuestos Generales del Estado mediante programas, se publica la disposición adicional decimosexta que *faculta al Ministro de Economía y Hacienda para dictar las normas y establecer los procedimientos necesario al objeto de introducir un sistema normalizado de seguimiento de grado de realización de los objetivos definidos en las memorias de los programas, con expresa aplicación durante el año 1989 a los siguientes programas...* En total ocho programas. Es decir de los 227 programas, sólo se podrían medir los objetivos de 99 y de ellos solamente se realizará un especial seguimiento de ocho. Si esto ocurre en el año 1988, la pauta no cambia en los años posteriores y en el último presupuesto para 2007 podemos ver la disposición adicional quincuagésima cuarta, *seguimiento de objetivos*, donde de acuerdo con lo establecido en el año 1988 se señala: *Los programas y actuaciones a los que será de especial aplicación el sistema previsto en la disposición adicional decimosexta, son los siguientes...* Esta vez once programas.

Vemos, pues, un panorama realmente pobre en cuanto a la evaluación de los objetivos de los programas del presupuesto se refiere. ¿Es posible con este plan de seguimiento de objetivos tener idea aproximada de la eficiencia del gasto en la realización del presupuesto? Es prácticamente imposible. Sin embargo existen órganos creados para conocer esta eficiencia del gasto buscada como la Comisión de Análisis de Programas, encargada de *analizar la adecuación y validez de los programas de gasto respecto de los objetivos perseguidos por los mismos y de determinar sus dotaciones financieras conforme a las prioridades de las políticas de gasto y dentro de las disponibilidades financieras establecidas* (OM EHA 857/2005, ya citada). La experiencia en esta comisión es la de un examen superficial que, de acuerdo con lo transcrito el ejercicio anterior, se dispone un incremento de créditos en un porcentaje determinado de acuerdo con la tónica general, sin un examen profundo del cumplimiento de objetivos.

Pero es que la Ley General Presupuestaria de 2003, en su artículo 70, manifiesta *los centros gestores de gasto responsables de los distintos programas presupuestarios establecerán, a través de la elaboración de los programas plurianuales un sistema de objetivos a cumplir en su respectiva área de actuación, adecuado a la naturaleza y características de ésta*. Sobra por lo tanto el *seguimiento especial* de algunos (escasísimos) programas, puesto que todos los programas deben ser objeto de ese seguimiento. Sin embargo se sigue la costumbre de vigilar unos cuantos programas (11 de 227) y considerar que mantenemos un presupuesto por programas basado en resultados.

No es, pues, el presupuesto el motor que debe incardinar la política presupuestaria dirigida al conocimiento de la eficiencia del gasto presupuestario.

5. La transparencia

La transparencia en el entorno en el que estamos desarrollando este trabajo, el del control interno, se refiere fundamentalmente a la transparencia del proceso de control previo y posterior. Teniendo en cuenta que la transparencia por sí misma no es un fin sino un medio para que el conocimiento de los actos económico-administrativos sea lo más amplio posible, en relación con el control previo se exigirá que la legalidad de las fases del gasto esté sujeta a discrepancias con el órgano gestor y que los reparos puestos por el órgano de control puedan ser discutidos, examinados y modificados en su caso por instancias superiores, pero en lo que a la transparencia se refiere es el conocimiento de los fundamentos del reparo lo que debe ser conocido. No veo problema alguno en este sentido en el control previo.

En el control posterior, las auditorías y los informes del control financiero permanente, la transparencia debe incidir en la publicación de los informes.

Existen países menos desarrollados que el nuestro que exponen con absoluta transparencia sus informes de auditoría. Consideramos en este punto la transparencia del proceso de auditoría en su última etapa, es decir, una vez finalizado el proceso con elaboración del informe definitivo, en modo alguno se trata de falta de transparencia en el proceso interno (informes provisionales, alegaciones, informe definitivo), donde el proceso es interno pero transparente. Pero si ello es así no se encuentra motivo para no poder mostrar (Internet) los informes de auditoría una vez

finalizado y admitidas las recomendaciones, salvo que existan discrepancias con el gestor y el resultado del informe deba ir a discusión del Consejo de Ministros.

En la IGAE sí se pueden conocer de una forma cuantitativa el número de informes de auditoría o de control financiero permanente que están en una situación de informe provisional, o de alegación o finalmente definitivo, pero no se muestra el informe una vez finalizado. Es decir, se trata solamente de conocer respecto de los informes que hay que realizar cuántos hay comenzados, y en que fase del proceso se encuentran, pero esto es un dato cuantitativo sin otro valor que el estadístico y el conocimiento de la rapidez o lentitud de algunos órganos de realizar su informe nada tiene que ver con el contenido de informe. El valor en ese sentido es muy escaso.

La Ley General Presupuestaria indica quiénes son los perceptores de los informes de auditoría: *el titular del organismo o entidad controlada del Ministerio de Economía y Hacienda y al departamento del que dependa o al que esté adscrito el órgano entidad controlada.*

Es muy necesario en una sociedad desarrollada como la nuestra que los contribuyentes conozcan cómo funciona el sector público estatal financiado con sus impuestos, por ello la publicación de los informes de control financiero permanente o de auditorías públicas, una vez finalizado el proceso de puesta en superficie de las recomendaciones y conclusiones de los informes y conocida la correspondiente respuesta de los órganos controlados, debería ser obligatoria para la Administración, lo que impulsaría a los centros gestores a una mayor dedicación al cumplimiento de los objetivos de su programa, toda vez que pueden ser conocidos no sólo por el resto de la Administración Pública sino por el contribuyente.

6. El control del gasto público en el exterior

La IGAE, de acuerdo con el RD de 2004, por el que se desarrolla la estructura orgánica básica del Ministerio de Economía y Hacienda, *desempeñará sus funciones y competencias a través de su estructura central y de los siguientes órganos y dependencias (entre otras) [...] h) las Intervenciones Delegadas en las representaciones de España en el exterior.* Sin embargo, estas intervenciones delegadas en el exterior, creadas en 1997, no existen ya que no han sido dotadas presupuestariamente. La IGAE tiene esas competencias, pero no las ejerce.

El control del gasto público en el exterior tiene dos vertientes: una, el control corresponsable de los organismos internacionales (OI) que por las cuotas que paga España nos corresponde dentro de los Comités de Auditoría, Presupuestos, etc., y otra de control del gasto público en Embajadas y representaciones del Reino de España en el exterior.

No parece que la Administración Pública tenga verdadero entusiasmo de ocupar el puesto que le corresponde en el exterior y en particular a la Administración Financiera, que es la pertinente en la llevanza de los asuntos correspondientes al control del gasto público.

En este sentido y con respecto a los OI, hay que reivindicar el papel preponderante del Ministerio de Economía y Hacienda en general y de la IGAE en particular ante otros órganos de la Administración que pueden tener intereses en otras áreas distintas de la competencia de las del Ministerio de Economía y Hacienda, ya sean organismos multidisciplinares (como Naciones Unidas, OCDE...) o unidisciplinares (OACI, EUROCONTROL...). Los representantes en los comités en los que se discute los temas de control del gasto de ese Organismo financiado por las cuotas de los países miembros, deben ser representantes de la IGAE, independientemente de que, por ejemplo, expertos en navegación aérea vayan a sentarse en otros comités operativos a hablar de los temas específicos de su sector e independientemente de que la cuota del organismo sea pagada por un ministerio u otro.

La realidad es muy distinta. Por lo general el personal de los ministerios que acude a las reuniones en las que se tratan temas financieros no tienen ningún interés en ellas, en general porque pertenecen a departamentos con diferente especialización, el resultado es que se varía continuamente de representantes y la representación española suele tener poca credibilidad. Frente a esta débil representación nos encontramos con personal de países que se toman en serio cómo se gasta el dinero de sus contribuyentes en esas Organizaciones, y llevan tiempo estudiando los temas, son perseverantes en las reuniones, y además de vigilar en qué, cómo y por qué se gastan el dinero de sus cuotas tienen una gran presencia en dichos organismos que les lleva pronto o tarde a copar los puestos directivos con sus nacionales, lo que posteriormente redundará en contratos y otro tipo de retornos. España, por el peso que tiene en los OI, no recibe en la misma proporción esos retornos, fundamentalmente por el escaso empuje de presencia española en dichos organismos. Sin una verdadera implicación de la Administración Finan-

CUADRO 1
CONTRIBUCIONES DE ESPAÑA
A ORGANISMOS INTERNACIONALES*, 2007

	Organismos internac.	Total 2007 (euros)
Contribuciones obligatorias	83	144.673.274,69
Contribuciones voluntarias	64	18.026.385,00
Total		162.699.659,69

Nota: *Sólo las correspondientes al Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación.

ciera y fundamentalmente de la IGAE que conozca los problemas de los organismos, que señale directivas, que mantenga invariablemente al personal en esas instituciones, es imposible obtener resultado alguno. Lógicamente, eso conlleva un respaldo político fuerte del MAE (Ministerio de Asuntos Exteriores) y de los distintos ministerios concernidos. El esquema en este sentido sería los temas de control del gasto público dirigidos por la IGAE, independientemente de cuál sea el ministerio más implicado en el OI. La IGAE conocería los problemas de cada OI en el área de su competencia y daría las instrucciones oportunas antes de cada reunión, a la que deberían asistir siempre las mismas personas para mostrar una imagen de seriedad y conocimiento de los temas.

Para tener una idea de la dimensión del número de los organismos internacionales a los que España debe pagar su cuota, en el cuadro 1 se muestran sólo los pagados por el Ministerio de Asuntos Exteriores en 2007, diferenciando las contribuciones obligatorias de las voluntarias.

La otra vertiente de gasto público en el exterior es la que corresponde al gasto de las representaciones de España en el exterior: embajadas, misiones, representaciones, consulados... El sistema habitual de funcionamiento de estas unidades administrativas es el de *pagos a justificar*, amparado en el artículo 79 de la LGP, que mantiene este sistema de pagos de manera excepcional en el territorio español pero no así en el extranjero: *podrá procederse a la expedición de Libramientos a justificar cuando los servicios y prestaciones vayan a tener lugar en el extranjero*. La justificación de estos pagos se duplica desde tres meses en territorio nacional a los seis meses en el extranjero. La justificación de un pago seis meses después difícilmente podrá tener otras consecuencias que asumir la realidad, a no ser que haya habido un grave quebrantamiento de la legalidad. Es por ello necesario que el órgano de con-

trol esté asentado al menos en las unidades donde existan mayores presupuestos y, en el caso que nos ocupa, realizaría *in situ* su labor de fiscalización sobre los créditos a pagar *en firme* y no a justificar y su labor propia de auditoría.

El interventor delegado se ocuparía pues de las funciones propias dentro de las embajadas y representaciones y además de las labores de seguimiento y representación de los órganos pertinentes de los organismos internacionales asentados en la plaza.

Es por ello necesario activar lo establecido en el RD 1552/2004 de estructura del MEH, que no ha hecho en este sentido sino traer lo que ya se estableció en 1997 y que no se ha sido capaz de llevar a cabo. Efectivamente, la Ley 60/1997, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social, señaló en su artículo 73: *Control financiero en las representaciones de España en el exterior dependientes del Ministerio de Asuntos Exteriores*:

Uno. En las embajadas bilaterales, embajadas multilaterales, representaciones permanentes, misiones de observación, consulados generales, consulados y demás representaciones de España en el exterior dependientes del Ministerio de Asuntos Exteriores, en los que se haya delegado o desconcentrado competencias en aplicación de lo dispuesto en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y de Procedimiento Administrativo Común, el Gobierno, previo informe de la Intervención General de la Administración del Estado, podrá optar alternativamente por:

Establecimiento de intervenciones delegadas.

Sustitución de la función interventora por el control financiero permanente.

Dos. Se autoriza a la Intervención General de Estado para realizar las actuaciones oportunas que permitan dar cumplimiento a lo dispuesto en el párrafo anterior, de conformidad con la normativa y procedimientos vigentes.

La idea de la creación de estas unidades en el exterior, aunque dormida ya diez años, es un mandato de las Cortes Generales, agilizaría en gran medida el proceso del gasto público en el exterior, por lo que urge cumplirlo.

7. Estatus del personal facultado para la realización del control interno

El art. 140.2 de la Ley General Presupuestaria de 2003 señala que: *La Intervención General de la Administración del Estado ejercerá en los términos previstos en esta ley el control interno de la*

gestión económica y financiera del sector público estatal, con plena autonomía respecto de las autoridades y demás entidades cuya gestión controle, es pues la Intervención General el sujeto administrativo con competencia para ejercer el control.

A continuación el artículo 144.1 de la misma Ley establece que *la IGAE ejercerá sus funciones de control conforme a los principios de, ejercicio desconcentrado y jerarquía interna; este control se ejercerá con plena autonomía respecto al órgano o entidad cuya gestión sea objeto de control. A tales efectos, los funcionarios que lo realicen gozarán de independencia funcional respecto de los titulares de los órganos cuya gestión controlen.* Además en el mismo artículo: *El Interventor General de la Administración del Estado y sus Interventores Delegados podrán recabar directamente de quien corresponda informes, antecedentes, documentos, que considere necesarios, así como podrán interponer recursos y reclamaciones.*

De todo esto se deduce que realmente existe una autonomía funcional que permite al interventor general y a los Interventores delegados una independencia funcional frente al gestor, por lo que frente al interventor general el único interlocutor válido desde el aspecto funcional es el Consejo de Ministros, no lo es un secretario de Estado y no lo es un ministro, que son gestores presupuestarios.

Es por ello que tanto desde la vía del control previo si existe un reparo de la Intervención General y la discrepancia del órgano gestor no es admitida por la IGAE, el Consejo de Ministros debe conocer el asunto y conceder la razón a la IGAE o a los ministros que presenten la discrepancia, como del control posterior, en el caso de los informes de actuación resultantes de controles financieros permanentes o auditorías pública, ya que el ministro disconforme acudirá al Consejo de Ministros. Es decir, ya sea por la vía del control previo como por la vía del control posterior, las actuaciones nacidas en la IGAE pueden acabar en el Consejo de Ministros, donde en el caso que el ministro discrepante no sea el ministro de Economía y Hacienda, la discusión del asunto versará entre la discrepancia del ministro otro que el de Economía y Hacienda, y este último que presentará la postura del interventor general puesto que éste no tiene rango para personarse en el Consejo de Ministros. Pero si el discrepante es el ministro de Economía y Hacienda, ¿quien defenderá la postura del interventor general?, el reparo o el informe de actuación debería ser enviado directamente por el interventor general al presidente del Consejo de Ministros, es decir al presidente del Gobierno.

El estatus del interventor general no es una cuestión menor en modo alguno. Se elaboran ordenes ministeriales que indican al interventor general qué tiene que fiscalizar en detrimento de su independencia funcional. La independencia funcional no puede ser limitada dentro del ámbito del control interno. De la misma forma que existen otras competencias donde el ministro de Economía y Hacienda sí puede intervenir (contabilidad, gestión de informática presupuestaria, información sobre la contabilidad nacional), en la parcela correspondiente al control interno en sus vertientes de previa y posterior, no está capacitado. Ni siquiera por ley, en nuestra opinión, no se debería facultar al ministro de Economía y Hacienda para dictar normas que afecten al control interno ejercido por la Intervención General.

De lo contrario, el interventor general, en lugar de mantener un estatus completamente independiente se integra más en la labor de gestión del Ministerio de Economía y Hacienda por esta mezcla de funciones (auditoria y control: independencia; contabilidad y gestión de informática: dependencia).

Y si esto ocurre en la cima del control interno, lógicamente el sistema se transfiere a los interventores delegados destinados en ministerios, organismos autónomos, etc., donde pueden ser cesados libremente, al ser puestos de libre designación, sin razón alguna.

Por lo tanto es necesario aspirar a una autonomía más completa y ello habría de conseguirse por medio de:

- Elevación del estatus del interventor general.
- Designación por concurso de méritos de los interventores delegados en ministerios, organismos autónomos, entes públicos...

En relación con la elevación del estatus del interventor general, éste debería tener el estatus de ministro sin cartera (o al menos de secretario de Estado), con objeto de poder defender por sí mismo los reparos que lleguen al Consejo de Ministros y las disconformidades plasmadas en los informes del control financiero permanente y las auditorías.

De acuerdo con lo que establece la Ley del Gobierno 50/1997: *Podrán existir Ministros sin cartera a los que se les atribuirá la responsabilidad de determinadas funciones gubernamentales* (art. 4.2) y el art. 5.2: *A las reuniones del Consejo de Ministros podrán asistir los Secretarios de Estado cuando sean convocados.* Por lo tanto, ya sea ministro sin cartera o bien secretario de Estado, en cualquier caso el interventor general podría personarse en el Consejo de Ministros para defender la postura de la Intervención General en la expli-

cación de los reparos, o las discrepancias en los informes de actuación con los ministros gestores.

Esta figura del interventor general debería ser seleccionada entre funcionarios a los que la ley faculta para ejercer el control interno (interventores y auditores del Estado), con más de 25 años de experiencia en el cuerpo, lo que señalaría la trayectoria del candidato y se conocerían los puestos desempeñados y el comportamiento en cada uno de ellos, con objeto de asegurar la elección más eficaz, y por un período de 6 años.

El período de seis años debería ser pactado entre Gobierno y oposición y plasmado en una norma que sustente el estatus del interventor general y del personal que realice el control interno en el sector público estatal.

En relación con el personal de la IGAE que debe ocupar puestos de interventor delegado en ministerios y organismos autónomos, así como los que deben realizar funciones de controles posterior, deberían ser elegidos también entre funcionarios que lleven más de veinte años en la Intervención General en puestos de control y mediante el concurso de méritos, con un tiempo limitado como máximo a los seis años. Es necesario rotar al cabo del tiempo para que nuevas ideas y nuevas perspectivas sobre el control del gestor no haga rutinario la elaboración de informes.

Los puestos de libre designación deberían reducirse a los de subdirectores generales de la IGAE. La estructura de la IGAE debería reforzarse al mismo tiempo (en la actualidad 19 subdirecciones generales dependiendo exclusivamente del interventor general (rango de subsecretario) no parece el modelo más adecuado. Por ello habría que modificar la estructura de la IGAE, donde se incluiría, además de la elevación del rango de interventor general, la creación con rango de Dirección General de la Viceintervención General de Control Interno, la Dirección General de Contabilidad y la Dirección General de los Servicios. Las actuales Intervenciones Generales de Defensa e Intervención General de la Seguridad Social pasarían a denominarse Viceintervención General de la Defensa y Viceintervención General de la Seguridad Social.

8. Conclusiones

La tarea del control interno en el sector público estatal es compleja por la cantidad de interacciones que existen en su interior y en ella están involucradas muchas personas, pero es necesario obtener el mejor producto final de tanto esfuerzo y ello se debe reflejar en una eficiencia mucho

mayor de la que existe en el control del gasto público, gasto debido al esfuerzo de todos los ciudadanos. Para ello es necesaria una mayor transparencia en el proceso de gasto que se traduzca en un acceso rápido por parte de la ciudadanía a los informes que sobre control se elaboren; además, una mayor exigencia en el control previo y una orientación hacia la auditoría operativa en el control posterior. La parcela de control del gasto público en el exterior ha de ser activada, ya que diez años después de la creación potencial de las intervenciones delegadas aún no han sido constituidas con el consiguiente perjuicio en las áreas relativas a las representaciones en el exterior y en los organismos internacionales. La maquinaria presupuestaria tiene que responder a lo que demanda la sociedad en un presupuesto por programas basado en resultados y no considerar que con supervisar una ínfima parte de los mismos se cumplen los requisitos legales, cuando es la eficiencia del gasto total la principal búsqueda.

Finalmente, y con objeto de aumentar la independencia funcional del órgano de control interno respecto de los órganos de gestión, se considera necesario modificar el estatus del interventor general y el del personal encargado del control interno, por lo que se ha esbozado un esquema de organización del sistema del control interno.

Qué duda cabe que este es un sobrevuelo de problemas importantes, que se puede profundizar mucho más en cada uno de ellos, pero la intención de este trabajo ha sido la puesta en superficie de los que consideramos más relevantes. □

RESUMEN

El control interno del sector público estatal es poco conocido por la sociedad contribuyente, que está sin embargo muy preocupada por el cuánto tiene que pagar en forma de tributos, pero no en cuál es el destino de los mismos. La Intervención General de la Administración del Estado, órgano creado para la fiscalización del gasto público, debe contribuir a la eficiencia del gasto y señalar, allí donde no se produzca, qué medidas deben tomarse al efecto. Este artículo intenta examinar el panorama de control interno, con el fin de conocer si está en condiciones de cumplir lo establecido en las leyes, y sacando a la superficie los asuntos en los que habría que realizar un esfuerzo para su modificación. Así, se examinan temas como el control previo, el control posterior, el Presupuesto, la transparencia, el gasto público en el exterior y, finalmente, el estatus del personal competente para realizar el control interno con objeto de aumentar su autonomía funcional.

Palabras clave: Eficiencia del gasto público, Control previo, Control posterior, Auditoría operativa.

Empleo autónomo, creación de empresas y empleo por cuenta ajena. Un análisis regional

Olga González Morales

Departamento de Economía de las Instituciones, Estadística Económica y Econometría, Universidad de La Laguna

1. Introducción

Los estudios sobre la dinámica del empleo autónomo y su relación con otras variables son relativamente escasos en España porque son recientes. Las evidencias empíricas relacionan al empleo autónomo con una forma de trabajo que se comporta de forma opuesta al ciclo económico, de tal forma que en épocas en las que el aumento del empleo por cuenta ajena es considerable a consecuencia de un período de expansión económica, el empleo autónomo no aumenta en la misma medida o incluso se reduce.

Este trabajo se centra en el colectivo de trabajadores autónomos afiliados al Régimen Especial de Autónomos de la Seguridad Social. El objetivo del mismo es comprobar si el empleo autónomo está relacionado directa o inversamente con el empleo por cuenta ajena y la creación de empresas y analizar si la rotación del empleo autónomo influye en esta relación. El segundo apartado resume algunos de los planteamientos teóricos sobre autoempleo y dinámica empresarial. En el tercer apartado se realiza un análisis de la dinámica del empleo autónomo por regiones. En el cuarto apartado, se analiza el comportamiento de las variables empleo autónomo, empleo por cuenta ajena y creación de empresas, con el fin de establecer posibles asociaciones entre las mismas, y si éstas, a su vez, se asocian a la rotación del empleo autónomo. Por último, se reflexiona sobre los resultados obtenidos.

2. Autoempleo y dinámica empresarial

Los análisis de Leighton y Felstead (1992), Staber y Bögenhold (1993) y Wilderman y cols. (1999) destacan el papel desempeñado por el autoempleo en los procesos de creación de empleo; en ellos se estudia sus características, comporta-

miento y evolución, así como se realizan análisis entre diferentes países y sectores. Estudios realizados por Meager (1992) han comprobado que la probabilidad de crear y sobrevivir una iniciativa de autoempleo aumenta en épocas de expansión económica, sin embargo, Bögenhold y Staber (1991) consideran que el autoempleo responde a pautas contrarias al ciclo económico general, ya que el autoempleo se convierte en un refugio para los desempleados en épocas depresivas y disminuye en épocas expansivas, hecho que afecta positivamente al empleo por cuenta ajena.

Cuadrado Roura y cols. (2004) analizan las características y el comportamiento del autoempleo en España. Relacionan la dinámica del autoempleo con una forma de creación de empleo que permite la integración laboral de determinados colectivos en el mercado de trabajo (ejemplo, la mujer); también analizan el comportamiento del autoempleo en relación al ciclo económico y han concluido que el autoempleo sigue patrones contracíclicos, aunque los resultados tienen una débil intensidad y se produce de forma retrasada.

Por otra parte, desde Schumpeter y Marshall se puso de manifiesto que la movilidad empresarial tiene una estrecha relación con el comportamiento de las empresas y su supervivencia. Los mercados experimentan flujos de entradas y salidas de empresas de forma simultánea; esta simultaneidad se conoce con el nombre de turbulencia o rotación empresarial y suele aparecer unido a una reducida capacidad de las nuevas empresas para sobrevivir en el mercado. Por tanto, el proceso de turbulencia empresarial se traduce en unas escasas probabilidades de supervivencia de las nuevas empresas (Mata, 1994). Disney y cols. (2003); Evans y Siegfried (1992); Fotopoulos y Spence (1998) y Love (1996) aportan evidencias empíricas sobre la correlación existente entre las entradas y las salidas de las empresas en el mercado.

La hipótesis principal de la dinámica empresarial considera la circunstancia de que la rotación empresarial provoca que las nuevas empresas expulsen a las existentes menos eficientes, se establece así el proceso de destrucción creativa descrito por Schumpeter, cuyo centro es el empresario innovador. De esta manera, los enfoques dinámicos consideran que el proceso de entrada y salida de empresas en el mercado también está relacionado con el proceso de innovación (Dosi y cols., 1995; Malerba y Orsenigo, 1996). Asimismo, estudios realizados por Blanchflower y Burgess (1996); Davis y Haltiwanger (1992) y Konings (1995) ponen de manifiesto que los procesos de creación y destrucción de empleo son causados, en parte, por flujos brutos de empresas de gran magnitud. Audretsch (1995) considera que la rotación empresarial es una puerta giratoria a través de la cual se producen los flujos de entrada y salida de empresas en los mercados, considera que el efecto desplazamiento se debe a la escasa capacidad de las empresas entrantes para adaptarse a las condiciones del mercado, siendo especialmente importante este efecto en las empresas de tamaño pequeño; la posibilidad de explotar una innovación provoca la entrada en el mercado de nuevas empresas que junto a las existentes desarrollan capacidades asimétricas en su actuación.

En España, los estudios que analizan las causas del dinamismo de las empresas y los factores que fomentan la creación de nuevas empresas son relativamente recientes. Segarra y Callejón (2002) analizan los efectos de un conjunto de variables sectoriales y territoriales sobre la capacidad de supervivencia de las empresas; asimismo, comprueban la fuerte correlación existente entre las entradas y salidas de empresas. Arauzo y Manjón (2005); Díaz-Moreno y Galdón (2000); Fariñas y cols. (1992) y Segarra y cols. (2002) estudian los efectos sobre la creación de empleo y las características de la rotación empresarial en la industria española y llegan a la conclusión de que la rotación empresarial influye en el proceso de creación de empleo.

3. Dinámica del empleo autónomo en España entre 1995 y 2004

La inscripción de empresas y la afiliación de trabajadores es competencia de la Tesorería General de la Seguridad Social, la cual elabora informes estadísticos que contemplan la demografía de empresas y trabajadores, altas y bajas,

a 31 de diciembre de cada año y por regiones, según el Régimen al que se encuentren adscritos (Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, varios años). Se utilizan dichos datos para realizar el análisis del empleo autónomo en el período 1995-2004.

En España, el porcentaje de trabajadores autónomos, en relación con el total de trabajadores afiliados a la Seguridad Social, ha disminuido paulatinamente en el período comprendido entre 1995, que alcanzó el 18,67%, y el año 2002, 16,52%, a partir de este momento se observa en los dos años siguientes una relativa recuperación (véase gráfico 1).

Para medir los flujos de altas y bajas en la afiliación de trabajadores autónomos al Régimen Especial de Autónomos de la Seguridad Social se aplica la metodología que utiliza Fariñas y cols. (1992) en el caso de las empresas, es decir, se calculan las tasas brutas de altas y bajas para cada uno de los años del período de estudio.

El gráfico 2 permite comparar los resultados del período 1996-2004. El coeficiente de correlación de Pearson (0,7444) pone de relieve una importante correlación entre las tasas brutas de altas y bajas de trabajadores autónomos en el sistema.

A continuación se obtiene la media de todas las tasas del período 1996-2004, tanto a nivel nacional como regional (véase cuadro 1) y se comparan los resultados. Se observa que la tasa bruta de altas es 17,40%, la tasa bruta de bajas es 14,82% y el valor medio de la tasa neta es 2,58%, lo cual indica que existe un predominio de las altas brutas de afiliados al Régimen Especial de Autónomos sobre las bajas.

Baleares tiene la tasa bruta de altas más elevada (24,67%) con una diferencia de alrededor de 10 puntos con respecto de la región con peor posición que es Castilla y León (14,22%). Andalucía (20,14%), Murcia (19,46%) y Canarias (19,28%) le siguen en importancia.

Las diferencias regionales en las tasas brutas de bajas también son dispares. La Rioja (11,79%) es la que tiene una menor tasa y Baleares tiene la más alta (23,03%), entre ambas regiones existen alrededor de 11 puntos de diferencia. Las tres regiones mencionadas anteriormente (Andalucía, Murcia y Canarias) también presentan tasas por encima de la media. Se observa, pues, que, en general, las regiones que presentan elevadas tasas de altas también registran importantes tasas de bajas (correlación de Pearson 0,9599).

Aunque Baleares y las ciudades autonómicas de Ceuta y Melilla se sitúan junto a las regiones más dinámicas no consiguen mantener una tasa

GRÁFICO 1
PORCENTAJE DE AUTÓNOMOS EN RELACIÓN CON EL TOTAL
DE AFILIADOS 1995-2004

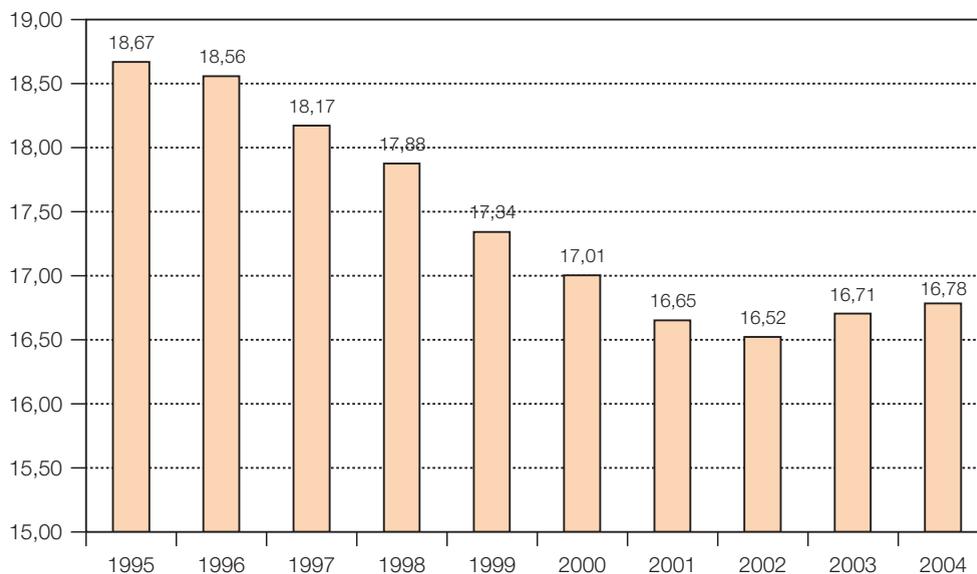
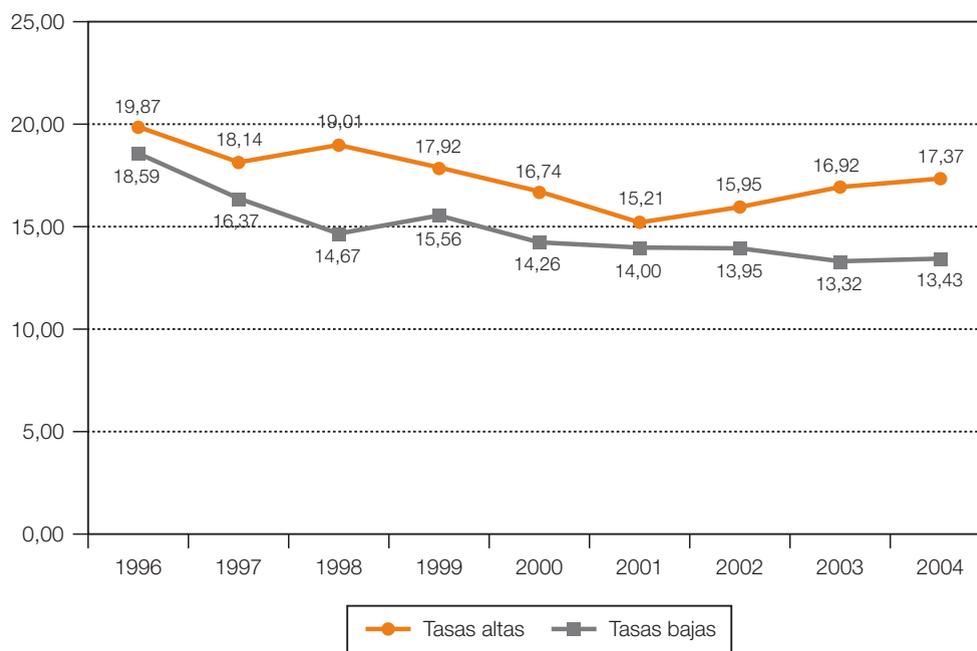


GRÁFICO 2
COMPARACIÓN ENTRE LAS TASAS BRUTAS DE ALTAS Y BAJAS
DE TRABAJADORES AUTÓNOMOS, 1996-2004



CUADRO 1
DEMOGRAFÍA DEL EMPLEO AUTÓNOMO, 1995-2004

CC.AA.	Tasa bruta altas	Tasa bruta bajas	Tasa neta	Tasa rotación	Tasa volatilidad
Andalucía	20,14	16,81	3,33	36,95	33,62
Aragón	15,64	13,40	2,25	29,04	26,79
Asturias	16,49	14,81	1,67	31,30	29,62
Baleares	24,67	23,03	1,64	47,70	46,06
Canarias	19,28	15,66	3,62	34,94	31,33
Cantabria	17,31	14,79	2,52	32,10	29,57
Castilla-La Mancha	16,23	13,52	2,71	29,75	27,03
Castilla y León	14,22	12,64	1,58	26,86	25,28
Cataluña	16,18	14,17	2,02	30,35	28,33
Comunidad Valenciana	19,19	15,95	3,24	35,14	31,90
Extremadura	15,12	13,11	2,01	28,23	26,22
Galicia	15,43	13,13	2,29	28,56	26,27
La Rioja	14,29	11,79	2,50	26,08	23,58
Madrid	17,97	14,78	3,20	32,75	29,55
Murcia	19,46	15,73	3,72	35,19	31,46
Navarra	16,87	14,80	2,07	31,67	29,60
País Vasco	14,46	12,65	1,80	27,11	25,31
Ceuta y Melilla	18,85	17,52	1,33	36,37	35,04
España	17,40	14,82	2,58	32,22	29,64

Fuente: Informe Estadístico del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales (varios años). Elaboración propia.

neta positiva del empleo autónomo por encima de la media.

El análisis de la tasa de rotación (suma de las tasas brutas de entrada y salida) y la tasa de volatilidad (tasa bruta de entrada más tasa bruta de salida menos tasa neta) nos permite aproximarnos al mayor o menor grado de movilidad que experimentan los trabajadores autónomos que operan en una misma región a lo largo de un período de tiempo. En el cuadro 1 también se puede observar que Baleares, Andalucía, Ceuta y Melilla, Murcia, Comunidad Valenciana, Canarias y Madrid son las regiones que presentan una mayor turbulencia.

La observación de las diferentes tasas pone de manifiesto que el territorio no es neutral en esta dinámica, ya que incide en la creación, los resultados y las posibilidades de supervivencia de estos trabajadores. Las posibles diferencias regionales indican, en cierta medida, que el entorno geográfico influye sobre las decisiones adoptadas por los agentes, aunque los trabajos que incorporan las características geográficas como variables explicativas de la rotación industrial presentan, en algunas ocasiones, resultados no concluyentes cuyas causas pueden ser atribuibles en parte a la distinta repercusión de las variables a nivel local, según las características de la industria (Audretsch y Fritsch, 1999; Reynolds y cols. 1994).

4. Relación entre el empleo autónomo, la creación de empresas y el empleo por cuenta ajena

En este apartado se analiza la evolución del empleo, tanto autónomo como por cuenta ajena, y la creación de empresas. Con este fin se calculan las tasas de crecimiento acumulativas de las variables mencionadas, por regiones, durante el período 1995-2004 (véase cuadro 2).

El empleo autónomo experimentó un crecimiento del 2,55% en dicho período. A nivel regional, únicamente seis regiones se sitúan por encima de la media nacional; Canarias (3,60%) y Murcia (3,59%) son las más destacadas; a continuación se sitúan Andalucía (3,23%), Comunidad Valenciana (3,21%) y Madrid (3,20%), y después Castilla-La Mancha (2,68%).

En cuanto al empleo por cuenta ajena, el crecimiento fue del 3,77%. Desde el punto de vista regional destacan de nuevo las regiones señaladas anteriormente, siendo especialmente relevante el caso de Murcia (5,54%), Canarias (4,68%) y Andalucía (4,31%).

Con respecto a la evolución de las empresas, se observa un crecimiento del 2,80%, colocándose también Murcia (4,87%), Andalucía (4,33%) y Canarias (3,68%) en los tres primeros lugares.

El PIB experimentó una tasa de crecimiento acumulativa del 3,29%. En este caso, Murcia (4,08%)

CUADRO 2
TASA DE CRECIMIENTO ACUMULATIVA DEL EMPLEO, LAS EMPRESAS Y EL PIB, 1995-2004

CC.AA.	Empleo autónomo	Empleo por cuenta ajena	Empresas	PIB
Andalucía	3,23	4,31	4,33	3,75
Aragón	2,24	3,15	2,34	2,78
Asturias	1,67	2,28	2,19	2,18
Baleares	1,64	4,07	3,11	2,73
Canarias	3,60	4,68	3,68	3,67
Cantabria	2,49	3,50	3,04	3,37
Castilla-La Mancha	2,68	3,90	3,60	3,15
Castilla y León	1,57	2,41	2,48	2,51
Cataluña	1,98	3,59	1,85	2,85
Comunidad Valenciana	3,21	4,20	3,11	3,57
Extremadura	1,99	2,74	2,78	3,68
Galicia	2,28	2,75	2,78	2,82
La Rioja	2,49	3,87	3,33	3,08
Madrid	3,20	4,14	1,76	3,70
Murcia	3,59	5,54	4,87	4,08
Navarra	2,10	3,87	2,52	3,59
País Vasco	1,81	3,06	2,13	3,43
Ceuta y Melilla	1,32	3,89	0,91	3,74
España	2,55	3,77	2,80	3,29

Fuente: Informe Estadístico del Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales (varios años). Contabilidad Regional de España (INE). Elaboración propia.

y Andalucía (3,75%) ocupan los dos primeros lugares, mientras que Canarias (3,67%), aunque situada por encima de la media nacional, ocupa el sexto lugar.

El cuadro 3 presenta las correlaciones del empleo, tanto autónomo como por cuenta ajena, con las variables empresas, PIB y rotación del empleo autónomo.

Se observa que el empleo autónomo está correlacionado con todas las variables excepto con la rotación del mismo y su nivel de significación es elevado; mientras que el empleo por cuenta ajena está correlacionado con todas ellas (empleo autónomo, empresas, PIB y rotación del empleo autónomo).

Vamos a representar en un gráfico de dispersión las variables cuyas tasas tienen una correlación más alta con las del empleo autónomo,

esto es, el empleo por cuenta ajena y la creación de empresas.

En el gráfico 3 se relaciona la tasa de crecimiento acumulativa del empleo autónomo y la del empleo por cuenta ajena ($R^2 = 0,52$, por tanto, la correlación de Pearson es 0,721). Podemos comprobar que las seis regiones que poseen las tasas más elevadas en el empleo autónomo se sitúan por encima de la media nacional y a la cabeza del resto de las regiones, siendo especialmente relevante la situación de Murcia y Canarias. Por tanto, en general, en épocas en las que incrementa el empleo por cuenta ajena se produce el mismo tiempo un aumento del empleo autónomo.

Si relacionamos el empleo autónomo y la creación de empresas, también se observa en el gráfico 4 que, en general, las regiones mejor situadas

CUADRO 3
CORRELACIONES ENTRE LAS DIFERENTES VARIABLES

Correlaciones con el empleo autónomo		Correlaciones con el empleo por cuenta ajena	
Empleo por cuenta ajena	0,721**		
Empresas	0,690**	Empresas	0,547*
PIB	0,580**	PIB	0,706**
Rotación empleo autónomo	0,123	Rotación empleo autónomo	0,531*

* Significativa al nivel 0,05.

** Significativa al nivel 0,01.

GRÁFICO 3
RELACIÓN ENTRE EL EMPLEO AUTÓNOMO Y EL EMPLEO POR CUENTA AJENA, 1995-2004

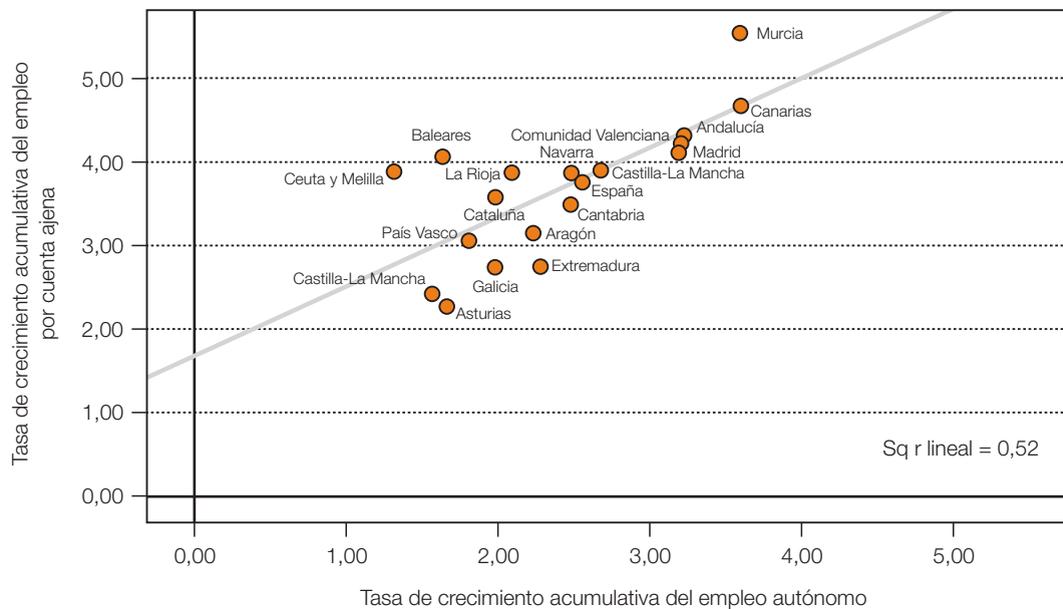
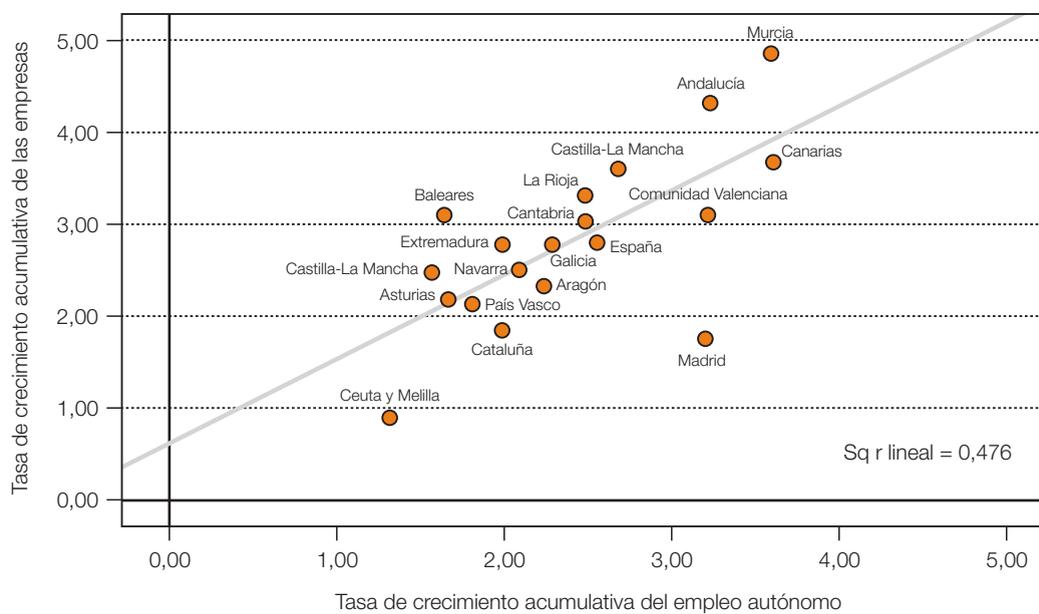


GRÁFICO 4
RELACIÓN ENTRE EL EMPLEO AUTÓNOMO Y LA CREACIÓN DE EMPRESAS, 1995-2004



desde el punto de vista del empleo autónomo son las regiones que han experimentado mayores tasas de crecimiento acumulativas de empresas en el período ($R^2 = 0,476$, por tanto, la correlación de Pearson es 0,690), a excepción de Madrid que se sitúa en una posición más desventajosa pues tiene una tasa de crecimiento acumulativa relativamente más baja con respecto a la creación de empresas, aunque la tasa de crecimiento acumulativa del PIB la sitúa en cuarto lugar.

Por tanto, en general, las regiones que han experimentado una creación de empresas relativamente elevada han incrementado al mismo tiempo el empleo autónomo y son las que tienen una tasa de crecimiento del PIB en el período más elevado.

5. Conclusiones

En general, se observa la existencia de una relación positiva entre la evolución de las variables empleo autónomo, empleo por cuenta ajena y creación de empresas, es decir, que en épocas expansivas, en las que se crean mayor número de empresas y empleos por cuenta ajena, las iniciativas de empleo autónomo aumentan, hecho que parece descartar la hipótesis del empleo refugio por el momento. Además, la rotación del empleo autónomo no se asocia a la evolución del mismo, aunque relativamente sí lo está con la evolución del empleo por cuenta ajena.

Las regiones que poseen una tasa de crecimiento acumulativa del empleo autónomo más elevada son las que se sitúan en mejor posición, tanto en la evolución del empleo por cuenta ajena como en la creación de empresas, siendo especialmente relevante el caso de las regiones de Canarias, Murcia y Andalucía. Además, en estas regiones se experimenta una importante movilidad del empleo autónomo, tanto en altas como en bajas de trabajadores autónomos, que genera unas tasas de rotación elevadas. Por tanto, aunque para el conjunto de las comunidades autónomas la dinámica del empleo autónomo no parece estar asociada con la tasa de crecimiento del mismo, en estas cuatro regiones sí se experimenta esta asociación.

En definitiva, los resultados nos permiten valorar la situación de cada una de las regiones en relación con el empleo y la creación de empresas. Las afirmaciones realizadas en estas conclusiones se han de tomar con cautela, pues sería conveniente, en futuros estudios, ampliar el período de análisis y las variables del estudio. □

BIBLIOGRAFÍA

- Arauzo, J. M.^a y Manjón, M. (2005): *Entrepreneurship, Industry Dynamics and Economic Growth*, EE.UU., Edward Elgar, págs. 285-326.
- Audretsch, D. B. (1995): *Innovation and Industry Evolution*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press, London.
- Audretsch, D. B. y Fritsch, M. (1999): «The industry component of regional new firm formation process», *Review of Industrial Organization*, núm. 15, págs. 239-252.
- Blanchflower, D. G. y Burgess, S. (1996): «Job creation and job destruction in Great Britain in the 1980's», *Industrial Labor Relations Review*, núm. 50, págs. 17-38.
- Bögenhold, D. y Staber, U. (1991): «The Decline and Rise of Self-Employment», *Work, Employment and Society*, núm. 5, págs. 223-239.
- Cuadrado Roura, J. R.; Iglesias Fernández, C. y Llorente Heras, R. (2004): *Empleo Autónomo y Empleo Asalariado*, Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales, Madrid.
- Davis, S. y Haltiwanger, J. (1992): «Gross Creation, Gross Job Destruction and Employment Reallocation», *Quarterly Journal of Economics*, núm. 107, págs. 819-863.
- Díaz-Moreno, C. y Galdón, J. E. (2000): «Job creation, job destruction and the dynamics of Spanish firms», *Investigaciones Económicas*, 24 (3), págs. 545-562.
- Disney, R.; Haskel, J. y Heden, Y. (2003): «Entry, exit and establishment survival in UK Manufacturing», *Journal of Industrial Economics*, 51 (1), págs. 91-112.
- Dosi, G.; Marsili, O.; Orsenigo, L. y Salvatore, R. (1995): «Learning; Market Selection and the Evolution of Industrial Structures», *Small Business Economics*, 7 (6), págs. 411-436.
- Evans, L. B. y Siegfried, J. J. (1992): «Entry an exit in United States Manufacturing, Industries from 1977 to 1982», en Audretsch, D. B. y Siegfried, J. J. (eds.), *Empirical Studies in Honour of Leonard W. Weis*, Kluwer, págs. 319-330.
- Fariñas, J. C.; Calvo, J. L.; Jaumandreu, J.; Lorenzo, M.^a J.; Huergo, E. y de la Iglesia, C. (1992): *La PYME industrial en España*, Editorial Civitas, Madrid.
- Fotopoulos, G. y Spence, N. (1998): «Entry and Exit from Manufacturing Industries: Symmetry, Turbulence and Simultaneity-Some Empirical Evidence from Greek Manufacturing, Industries, 1982-1988», *Applied Economics*, 30 (2), págs. 245-262.
- Konings, J. (1995): «Gross Job Creation and Gross Job Destruction in the U.K. Manufacturing Sector», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 57 (1), págs. 5-24.
- Leighton, P. y Felstead, A. (1992): *The New Entrepreneurs: Self-Employment and Small Business in Europe*. Kogan Page, London.
- Love, J. H. (1996): «Entry and Exit: A County level Analysis». *Applied Economics*, 28 (4), págs. 441-451.
- Malerba, F. y Orsenigo, L. (1996): «The Dynamics and Evolution of Industries», *Industrial and Corporate Change*, 5 (1), págs. 51-87.
- Mata, J. (1994): «Firm growth during infancy», *Small Business Economics*, 6 (1), págs. 27-39.
- Meager, N. (1992): «Does Unemployment Lead to Self-Employment?», *Small Business Economics*, núm. 4, págs. 87-103.
- Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales (varios años): *Informes Estadísticos de 1996 a 2004*, Tesorería General de la Seguridad Social, Madrid.

- Reynolds, P.; Storey, D. J. y Westhead, P. (1994): «Cross-national comparisons of the variation in new firm formation rates», *Regional Studies*, 28 (4), págs. 443-456.
- Segarra, A.; Arauzo, J.M^a; Manjón, M. y Martín, M. (2002): «Demografía industrial y convergencia regional en España». *Papeles de Economía Española*, núm.93, págs. 65-78.
- Segarra, A. y Callejón, M. (2002): «New firms survival and market turbulences: New Evidence from Spain», *Review of Industrial Organization*, núm. 20, págs. 1-14.
- Staber, U. y Bögenhold, D. (1993): «Self-Employment: A Study of Seventeen OECD Countries», *Industrial Relations Journal*, 24 (2), págs. 126-137.
- Wilderman, R. E.; Hofstede, G.; Noorderhaven, N. G.; Thurkik, A. R.; Verhoeven, W. H. J. y Wennehers, A. R. M. (1999): «Self-Employment in 23 OECD Countries: The Role of Cultural and Economic Factors», *Research Report 9811/E*, EIM Small Business Research and Consultancy.

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es realizar una primera aproximación al análisis de la evolución del empleo autónomo y su relación con la evolución del empleo por cuenta ajena y de la creación de empresas durante el período comprendido entre 1995 y 2004. Para ello se utilizan los informes estadísticos sobre inscripción de empresas y afiliación de trabajadores que publica anualmente la Tesorería General de la Seguridad Social, los cuales permiten obtener información detallada de la demografía empresarial y laboral por regiones.

Palabras claves: Empleo autónomo, Creación de empresas, Empleo por cuenta ajena, Dinámica regional, Ciclo económico.

CLAVES

DE LA
ECONOMÍA
MUNDIAL



Libro y CD-Rom
Varios autores
Formato: 21 x 26 cm.
PVP: 50,00 € (IVA incluido)
ISBN: 978-84-7811-587-7

Claves ofrece una visión objetiva de la situación actual del mundo y sus perspectivas de evolución por parte de destacados especialistas de proyección internacional.

Claves proporciona información de la totalidad de los países del mundo a través de 144 variables con los datos sociopolíticos y económicos más relevantes y actuales.

Claves es también una base de datos y una potente herramienta interactiva que permite realizar análisis estadísticos, *rankings*, comparaciones, combinaciones y generar gráficas de extraordinaria calidad.

Una obra imprescindible de estudio y consulta.

Un eficaz instrumento de análisis.

Una publicación única en lengua española.

Puede adquirir la obra en las principales librerías y en la librería ICEX.

Instituto Español de Comercio Exterior (ICEX)

Pº. de la Castellana, 14 - 28046 MADRID - tel.: 91 349 6137 - e.e.: libreria@icex.es - www.icex.es

25
AÑOS

ICEX

INSTITUTO
ESPAÑOL
DE COMERCIO
EXTERIOR

Julián Alienes Urosa: un buen economista hispanocubano

No es posible que se deje pasar sin un homenaje póstumo la reciente noticia de la muerte de Julián Alienes Urosa (1909-2007), un notable economista hispanocubano. Tres partes tendrá siempre su biografía. La primera, etapa de formación intelectual en España. Había nacido en Carabanchel Bajo. En 1932, como nos ha señalado Manuel Martín en su nota *Julián Alienes, un precursor del análisis shift-share aplicado al análisis regional en España*, aparecida en *Revista de Estudios Regionales*, 2006, núm. 75, alcanzó el título de Intendente Mercantil en la Escuela Superior de Comercio de Madrid, en cuya docencia participó. En la Guerra Civil actuó muy destacadamente en el bando republicano, llegando a ser capitán de Estado Mayor del Ejército de Maniobra.

En 1939 se exilió, primero a Francia, y desde comienzos de 1941, se trasladó a Cuba, donde se inicia su segunda etapa. Parece que, de forma autodidacta, había trabajado la *Teoría General* de Keynes, y en Alienes Urosa se había dado ese fenómeno que señaló así Samuelson: *Todos los economistas jóvenes de comienzos de los años cuarenta quedamos inoculados por el keynesianismo de modo masivo, como los isleños de los mares del Sur lo fueron en el siglo XVIII por los virus llevados por los marinos europeos*. Este talante es bien visible en su ensayo *Los problemas de la economía de la paz y las soluciones que se apuntan* (Cámara de Comercio de la República de Cuba, 1945). Manuel de Torres me llamó la atención sobre el interés de seguir la obra de Alienes, como consecuencia de un artículo de éste, aparecido en la *Revista Cubana de Economía*, que había llegado a nuestro poder en el Sección de Economía que Torres dirigía en el Seminario de Problemas Hispanoamericanos del Instituto de Cultura Hispánica.



En esa etapa influyó mucho en la política económica cubana, sobre todo cuando en 1948, como director jefe del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco Nacional de Cuba —que presidía el gran economista cubano Felipe Pazos, luego muy vinculado a la corriente del estructuralismo económico latinoamericano—, publicó un libro, *Características fundamentales de la economía cubana* (Editorial P. Fernández y Cía., La Habana, 1951), que recuerdo que, con *El Ingenio* de Moreno Fraguinals, fue siempre mi punto de apoyo para comprender la esencia de la economía de esa isla.

Se comprende la importancia de este libro de Alienes con transcribir estos párrafos del libro de Manuel García Díez, *La economía cubana: estructuras, instituciones y tránsito al mercado* (Editorial Universidad de Granada, Granada, 2004), referentes *al más insigne de los economistas cubanos*, Julián Alienes Urosa, cuya obra *ha quedado como cota suprema del pensamiento económico cubano* y cuya lectura, *ante la ausencia de materiales similares sobre la actualidad cubana, es el mejor incentivo para intentar explicar lo que ha ocurrido y ocurre en esa economía cubana*. Y aclara: *Don Julián escribió su libro a partir de los apuntes del curso de economía que impartía, con el expreso fin de comenzar a sentar los cimientos para la elaboración de una política económica adecuada a las necesidades de la Cuba de aquellos tiempos*. Así declaraba taxativamente: *Las características han sido elegidas, además, pensando en la importancia que las mismas tienen dentro de un plan de estudio de la economía de Cuba desde el punto de vista de su equilibrio general y también desde el punto de vista de la importancia que tienen para el planteamiento de la política económica nacional* (pág. 2).

Hizo propuestas keynesianas para resolver los problemas económicos de Cuba, que motivaron que en un artículo firmado por Rafael Sorhegui Ortega, Graciela Chailleux Laffita y Ernesto Molina, titulado *El pensamiento económico cubano, vísperas de la revolución*, aparecido en la revista cubana *Economía y Desarrollo*, julio-diciembre 2000 (vol. 127, núm. 2), de carácter castrista, se le calificase de inspirador del *proyecto económico keynesiano* que fue impulsado por el *gobierno fascistoide de Fulgencio Batista*. La gran crítica a Alienes, desde el punto de vista doctrinal marxista-castrista, la efectuó Carlos Rafael Rodríguez, como se puede leer en su colección de ensayos *Letra con filo* (Editorial Ciencias Sociales, La Habana, 1983).

Ahí se inicia la tercera etapa de Alienes. Regresa a España en 1959, y se incorpora al Servicio de Estudios del Banco Urquijo, publicando varios artículos importantes en *Moneda y Crédito*. El último de ellos quedó pronto superado, porque ofrecía un método para estimar un índice de renta nacional que la publicación ya sistemática de la Contabilidad Nacional de España convirtió en inútil.

No así el titulado *Diferencias regionales de renta en la economía española. Problemas socioeconómicos del desarrollo español*, aparecido en *Revista Internacional de Sociología*, julio-septiembre 1964, y que, justamente, Manuel Martín ha hecho que reproduzca en 2006 la *Revista de Estudios Regionales* antecedido por la nota elogiosa que he citado al principio. En la Facultad de Ciencias Políticas, Económicas y Comerciales se encargó de la asignatura Economía del Mundo Hispanoamericano.

El silencio reinaba sobre él cuando la Universidad de Granada publicó en 2001 un tomo dirigido por los profesores Martín, García y Sáez, *La actual economía cubana a debate. Homenaje a Julián Alienes Urosa*. El pasado 27 de septiembre de 2007, en el Congreso de Economía de Valencia, me abordaron para, en relación con el exilio cubano, preguntarme si podía participar en un homenaje a Julián Alienes Urosa, aún vivo. Dije que sí. Por desgracia hemos llegado tarde.

Juan Velarde Fuertes
Catedrático Emérito, UCM

ECONOMISTAS

COLEGIO DE
MADRID

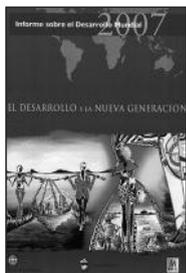


La revista **Economistas** es la publicación especializada que edita el **Colegio de Economistas de Madrid**, desde abril de 1983. Su periodicidad es trimestral, con tres números ordinarios dedicados a temas monográficos y uno extraordinario, que recoge el análisis y la valoración anual de la economía española.

Los números **ordinarios**, todos ellos monográficos, constan de las secciones "En Portada", que es la que da título a cada número y contiene diez o doce artículos, "Tribuna", que incluye dos artículos de otros temas de actualidad e interés general, y "Libros", que recoge reseñas de publicaciones recientes de economía y empresa.

El número **extraordinario** está dedicado al análisis de lo acontecido en la economía española durante el año anterior y sus perspectivas para el año en curso. No sólo se presenta como el primer Balance del año, sino también como la más plural de sus valoraciones, realizadas por un nutrido grupo de especialistas en las siguientes áreas: Panorama general; Entorno internacional; Sectores productivos; Sistema financiero; Sector público; Capital humano y empleo; La empresa; Infraestructuras y medio ambiente; Innovación y tecnología; Economía de Madrid; y Panorama bibliográfico. Por último, este número incluye las secciones de "Noticias económicas", con las más relevantes del año y "Premio Nobel de Economía", con la semblanza del último galardonado y una completa referencia bibliográfica de su obra.

Información ventas y suscripciones:
Colegio de Economistas de Madrid
Flora, 1 - 28013 Madrid
Tel. 91 559 46 02 Fax 91 559 29 16
revista.economistas@cemad.es
www.economistasmadrid.com



Informe sobre el Desarrollo Mundial 2007. El desarrollo y la nueva generación

Banco Mundial

Washington/Bogotá-Colombia.
Coedición Mundi-Prensa y Mayol Ediciones, S.A.
Año, 2006. 263 págs.

En esta su vigésima novena edición, en el año 2007, del imprescindible *Informe sobre el Desarrollo Mundial*, el contenido se centra en la situación, los problemas clave y las esperanzas de la juventud mundial.

Si el año pasado el Banco se ocupó de las desigualdades en la distribución de la renta y la riqueza (*Equidad y Desarrollo*, reseñado en esta revista), en este número considera que *los jóvenes de hoy son los trabajadores, empresarios, padres, ciudadanos activos y, de hecho, los líderes de mañana* y, como consecuencia, deben recabar toda nuestra atención. Pero es que, además, se está produciendo una circunstancia novedosa: las tasas de fertilidad están decreciendo, por ello los jóvenes tendrán menos hijos que sus padres cuando lleguen a la edad adulta, lo que puede impulsar el crecimiento y elevar la participación de la clase trabajadora, permitiendo también un mayor ahorro familiar. Ahora bien, esta oportunidad debe aprovecharse ahora, antes de que se agote por el envejecimiento de las sociedades.

Sobre estas premisas, Paul Wolfowitz, Presidente del Banco Mundial, plantea el Informe como un análisis de cinco fases fundamentales de la vida, que puede contribuir al desarrollo del potencial de los jóvenes si se aplican las políticas oficiales acertadas: aprendizaje, trabajo, mantenimiento de la salud, formación de familias y ejercicio de la ciudadanía.

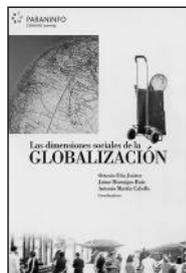
Estas son las cinco *transiciones* que los gobiernos pueden apoyar, pero han de hacerlo no sólo mediante el incremento de las inversiones directas, sino también propiciando el entorno para que los jóvenes y sus

familias inviertan en ellos mismos y ese apoyo puede llevarse a cabo en tres direcciones: ampliando las posibilidades de la juventud, desarrollando sus capacidades y ofreciendo segundas oportunidades a los jóvenes. Dentro de este marco de actuación es en donde el Banco encuentra su función para contribuir a la prosperidad y a un futuro de esperanza y oportunidades para todos los países, ricos y pobres. Los hechos indican que la mayoría de los jóvenes de hoy han nacido en familias más pequeñas que las de sus padres, pero, a pesar de ello, hay muchos más jóvenes ahora que en la generación de sus padres. En el mundo en desarrollo como un todo y en muchos países en particular, se está llegando a un máximo en el número de jóvenes porque al momento de la población —la inercia en el crecimiento de la población relacionada con el mayor tamaño de la población de embarazadas— lo está sobrepasando gradualmente la decreciente fertilidad. Actualmente se alcanzan los 1.300 millones, pero se espera que la población de jóvenes crezca en forma lenta (tras alcanzar una cumbre de 1.500 millones en 2035) en el futuro previsible, y ello es debido a que el continuo crecimiento de las poblaciones jóvenes de África subsahariana, el Medio Oriente, África Septentrional y Asia Meridional se enfrentará con las lentas disminuciones de Asia Oriental, Europa y Asia Central. El descenso en la tasa de mortalidad a lo largo de las tres últimas décadas en muchas áreas del planeta se ve ahora acompañado de un intenso descenso en la natalidad, resultando de ello un notable decrecimiento en la tasa de incremento natural de la población. Sin embargo, los patrones por países son distintos, llegándose a extremos en que la población entre 12 y 24 años con base 1950 = 100, llega, en 2050, a multiplicarse por ocho en Sierra Leona, por seis en Pakistán o por cuatro en Egipto, mientras permanece casi estable en China y disminuye casi a la mitad en la Federación Rusa.

El Informe considera primordial el aprendizaje para el trabajo y para la vida. Cuando los jóvenes deben enfrentarse al mercado laboral, encuentran grandes dificultades y restricciones. En general, el nivel de desempleo juvenil es entre dos y tres veces más elevado que el de los adultos. Por el contrario, el trabajo infantil está sumamente generalizado (en 65 países, más del 20% de los niños menores de 15 años son económicamente activos, y en 29 países africanos, más de la mitad de los niños entre 7 y 14 años trabajan). Entre las políticas (*transiciones*) que el Informe considera primordiales están la salud de la juventud. La promoción de la salud estimula el crecimiento económico, reduce la pobreza y disminuye drásticamente los gastos en servicios sanitarios. El consumo de alcohol, el tabaquismo y las drogas causan auténticos estragos entre la juventud.

El VIH/sida ha elevado la mortalidad en el África Subsahariana hasta niveles desoladores. La ausencia de información es una de las causas de la falta de prevención. La actividad sexual arriesgada y el no hacer uso de preservativos son la causa de la expansión de la pandemia. Junto a la salud, el Informe considera otro elemento primordial para la juventud: la preparación para la formación familiar. En general, los jóvenes no están adecuadamente preparados para tomar decisiones en cuanto a la paternidad y la constitución de un núcleo familiar estable. Las situaciones son muy diferentes. En los países desarrollados llega a haber un 30% de madres solteras. En África, Asia meridional, y en las sociedades musulmanas, el matrimonio es el único estado reconocido en el que se permite el embarazo, derivándose severos castigos por su contravención. En Asia meridional, la violencia de los esposos es una de las mayores causas de muerte de las mujeres jóvenes (ello vinculado a los pagos por dote). Los matrimonios tempranos (menores

<p>de 18 años) alcanzan el 60% en Bangladesh o Guinea, y al 35% de los menores de 15 años en Malí. Ello se asocia a una mayor violencia doméstica, a un mayor contagio por sida (en las casadas que en las solteras) y a una postergación de la mujer en la educación, el trabajo y la toma de decisiones domésticas. El estado, siguiendo las recomendaciones de la Organización Mundial de la Salud, debe dar posibilidades a los jóvenes para prepararse adecuadamente para la paternidad, mejorar el acceso a los servicios de nutrición, postergar los matrimonios tempranos, desarrollar enseñanzas para el cuidado de los niños y los servicios de primera infancia, y enfrentarse a pérdidas de salud generalizadas, como la anemia o el tétanos. Hay ejemplos, como es India, en que los resultados de las políticas de enseñanzas han dado resultados espectaculares. Un último aspecto que el Informe resalta como fundamental para el desarrollo de la juventud es el que denomina <i>ejercer la ciudadanía</i>. Dentro de este capítulo cabría distinguir dos planteamientos: ¿pueden todos los individuos en todas las sociedades tener acceso a la ciudadanía? y, en segundo lugar, en caso de poder acceder ¿están los jóvenes dispuestos a participar activamente en el ejercicio de sus derechos ciudadanos? Respondiendo a la primera cuestión, y entendiendo la ciudadanía como la dignidad humana, los derechos elementales de salud y educación, la igualdad civil y el derecho a la participación política, ha de resaltarse que aún quedan muchos países y regiones en que el ejercicio de la ciudadanía no es posible a causa de discriminaciones religiosas, de sexo, de estatus económico-social (propietarios/latifundistas frente a desposeídos), por razones étnicas, de lenguaje, de residencia (urbanos frente a rurales), sin olvidarse de los amplísimos grupos de desplazados, refugiados políticos y asilados carentes de derechos en los países de</p>	<p>asentamiento. Además, dependiendo del nivel de desarrollo, los individuos, en muchos casos, son legalmente inexistentes, pues cerca de un tercio de los nacimientos en países en vías de desarrollo no llegan a registrarse. Pero donde sí es posible el ejercicio de la ciudadanía ¿cuál es la actitud de la juventud? Los resultados son contradictorios. En los países desarrollados se produce un declinar del interés por la política y los partidos, pero también se observa una inquietud por la participación en organizaciones juveniles cuya afiliación es creciente. En los países en vías de desarrollo y con bajos ingresos, el fenómeno es opuesto. La juventud se interesa por la política tanto como los adultos. La orientación en el eje izquierda-derecha adoptada en la juventud suele pervivir a lo largo de toda la vida del individuo. Curiosamente, en los países en vías de desarrollo, la preocupación política de la juventud es mayor en el medio rural que en el urbano (Latinoamérica). Los jóvenes se preocupan por su dignidad, por adquirir una identidad propia y por el sentido de pertenencia a una sociedad, así como porque se les reconozca por su trabajo. Es cierto que existen enormes dificultades localizadas en la marginación urbana: las pandillas, el crimen organizado y la violencia política, a los cuales deben responder los estados a través de los medios de que disponen, reorientando la existencia de los jóvenes marginados y ofreciéndoles segundas oportunidades legalmente reconocidas que sustituyan el encarcelamiento y permitan la rehabilitación (aún más grave es el caso de los niños excombatientes). A los jóvenes hay que escucharlos e incluirlos en los debates configuradores de las políticas encaminadas a resolver sus problemas específicos y de la sociedad en general. En palabras de Kofi Annan: <i>nadie nace siendo buen ciudadano ni ninguna nación nace siendo una democracia. Más bien, ambos son procesos que evolucionan por toda una vida. Debe incluirse a los jóvenes desde el nacimiento. Una</i></p>	<p><i>sociedad que se aísla de sus jóvenes prescinde de su lazo salvavidas.</i> Como es habitual en su Informe Anual, el Banco se limita a constatar situaciones de hecho, a denunciar injusticias y desigualdades y a orientar, mediante recomendaciones casi evidentes, las líneas de solución a los problemas planteados. Nunca establece un análisis de las causas remotas de las desigualdades ni tampoco realiza jamás análisis políticos sobre el origen de la violencia, la corrupción, el fanatismo y la explotación. Es a nosotros a los que corresponde aprovechar la riqueza de la información aportada, elaborada con un notable y riguroso esfuerzo, para plantearnos la posibilidad de un mundo alternativo.</p> <p style="text-align: right;">Victor Simancas</p>
---	---	--



Las dimensiones sociales de la globalización

Octavio Uña Juárez, Jaime Hormigos Ruiz, Antonio Martín Cabello (coords.)

Ed. Paraninfo - Cengage Learning.
Madrid, 2007. 300 págs.

Un nuevo libro sobre el tema de la globalización, pero no un libro más. Desde hace más de una década, el fenómeno de la globalización ha atraído la atención de toda suerte de investigadores, desde economistas a tecnólogos y a políticos. En un principio, en los años noventa, la discusión se centraba en la identificación del fenómeno, e incluso en la certeza de su existencia; por ello se pretendió distinguirlo de la *internacionalización* de la economía y de la *mundialización*. Cada vez se dio mayor importancia a las consecuencias derivadas de la universalización económica, consecuencias sobre la distribución de la pobreza, la difusión de la cultura y la educación, los movimientos migratorios, los riesgos derivados de la fulminante rapidez en la difusión de la información sobre la actividad financiera, etcétera. El análisis de las consecuencias de la globalización derivó en una toma de posturas hacia ellas claramente contrapuestas: los defensores y los detractores. Los primeros ensalzan las ventajas del que, probablemente, es el fenómeno más importante de los últimos siglos. Ventajas para los países en vías de desarrollo, a los que llegarán la educación y la cultura, la sanidad y el conocimiento —*la tierra es plana*, según exponía Thomas Friedman en una obra aquí reseñada—. Las ventajas para el comercio internacional y para la participación de los países en desarrollo en los procesos de industrialización, gracias a la deslocalización de empresas, así como la flexibilización de los mercados financieros, han sido expuestas en nuestro país por autoridades como Guillermo de la Dehesa. Por el contrario, los detractores argumentan

que el fenómeno se desarrolla con mayor velocidad en los países más aventajados, con lo cual se acrecientan las distancias respecto a los países en vías de desarrollo, carentes todavía de las tecnologías imprescindibles para participar en el atractivo pastel. Además, se acusa a la globalización de estar vinculada al pensamiento neoliberal y neoconservador, a cuyos intereses se rinden, orientándose el proceso hacia el beneficio de las grandes empresas multinacionales. Entre los muchos detractores cabría destacar al premio Nobel Joseph F. Stiglitz —*El malestar de la globalización*, también reseñado en esta revista— o a los miembros de la organización ATTAC —*Contra la dictadura de los mercados*, de la que también nos hicimos eco aquí—. Sólo en la revista *Economistas* se han reseñado veinte o más obras que versaban directa o indirectamente sobre la globalización. Para hacerse una idea de la preocupación por el fenómeno, basta dirigirse a la bibliografía aportada al final de la obra que estamos comentando: son veinticinco páginas lo que ocupa la relación de obras y autores citados. El libro que tenemos en las manos tiene una orientación precisa que le permite realizar nuevas aportaciones al conocimiento del desarrollo del proceso de globalización: trascendiendo de los aspectos comerciales y monetarios, como afirman los autores, la obra se centra en la vertiente social, considerando el impacto producido por aquella en los niveles de pobreza y desigualdad, en la intensificación de los contactos entre culturas, pasando por los movimientos migratorios, la seguridad o inseguridad global, o el impacto en el mundo del trabajo. El libro es fruto de las aportaciones de catorce autores, cuyos extensos currículos —mencionados al principio del libro— dan idea de su elevado nivel académico, su especialización y conocimientos en los temas que cada uno abarca, y su capacidad para realizar análisis innovadores mediante

metodologías teóricas originales. La diversidad de los temas abordados no resta unidad ni consistencia al libro, que pretende ser una aproximación académica al estudio de las diversas tendencias que han analizado el proceso globalizador, distinguiéndose de los ensayos al uso y constituyendo una introducción avanzada al tema *situada entre el manual universitario y la investigación académica*. En resumen, *el objetivo último es clarificar las principales consecuencias del proceso de globalización y describir el impacto social de la misma*. En su primer capítulo, introductorio, Octavio Uña Juárez, uno de los tres coordinadores, analiza el proceso de globalización desde una aproximación sociológica. Para ello, paso a paso, expone la importancia de la globalización; la dificultad de alcanzar una definición de la misma (y la multitud de definiciones existentes); los argumentos a favor y en contra de la globalización y, por último, las dimensiones de la globalización. Es en este punto en el que se realiza una original aportación en la que, a través de una simplificación, un constructo analítico, se distinguen las dimensiones de la globalización en cuatro grandes ámbitos. El primero, el poder, incluiría el aparato militar, los movimientos sociales y el estado. El segundo, la ecología, abarcaría el medio ambiente y las migraciones, el urbanismo y el turismo. La tercera dimensión, los significados, se referiría a las esferas institucionales de la cultura, la comunicación y la generación y mantenimiento de las identidades colectivas. Una cuarta dimensión sería la económica: las bases tecnológicas de la globalización, sus consecuencias en las estructuras productivas, en el intercambio de bienes y servicios y, sobre todo, en el mundo del trabajo. Sobre esta base, la obra se estructura, en torno a estas cuatro dimensiones, en doce capítulos independientes pero que se complementan entre sí. Importante es, en el segundo capítulo, la aportación de Peadar Kirby sobre el

impacto social de la globalización, que trata de una forma original, empleando el concepto de vulnerabilidad que considera más eficaz que las mediciones tradicionales de la pobreza y la desigualdad. La vulnerabilidad (apoyándose también en la obra de Karl Polanyi) es un concepto más amplio que incluye el riesgo y el temor. Otra aportación interesante es la exposición de la evolución de las tecnologías de la información, en cuanto constituyen la base de los procesos de globalización; la enorme expansión de la red y de su capacidad pero, también, de las enormes desigualdades en su desarrollo entre distintas regiones y países. El impacto de los movimientos migratorios está siendo muy superior a lo acontecido en épocas precedentes. Ello implica, dadas las organizaciones internacionales que tienden a uniones regionales de países suprimiendo barreras económicas y sociales, una redefinición del concepto de frontera. Igualmente importantes son las actitudes mantenidas por los países receptores de migrantes y los problemas derivados de la construcción de nuevas identidades sociales. En un capítulo aparte se analizan las migraciones internacionales derivadas de la globalización, el *efecto llamada* y sus repercusiones en el mundo laboral, detallando las condiciones de trabajo, las diferencias legales, la discriminación, la xenofobia, la seguridad y la salud en el puesto de trabajo. Un análisis sectorial —agricultura, construcción, los talleres de explotación, los servicios: domésticos, asistenciales, hostelería...— ofrece una visión detallada de la problemática laboral, que se completa con la vulnerabilidad de los emigrantes en ámbitos como la situación irregular, el tráfico de personas y la precariedad. Naturalmente que una obra de estas características no podía dejar de ocuparse del medio ambiente y de cómo la población y su organización social afecta, sin duda negativamente,

a la naturaleza. La alternativa, el desarrollo sostenible se analiza aquí con una visión crítica, pues descansa muchas veces en principios voluntaristas incapaces de solucionar los problemas medioambientales que afectan a todo el planeta. Un aspecto tratado con elevada originalidad y que realiza aportaciones novedosas, es la constatación de que una consecuencia de la creciente interconexión global es el aumento en los riesgos y la mayor percepción y visibilidad de los mismos. Sobre esta base se elabora una aportación que analiza la sociedad del riesgo global en contraposición al riesgo en la sociedad tradicional, teniendo en cuenta la seguridad colectiva, el control del riesgo y la ansiedad del individuo en una sociedad insegura. La alternativa a la inseguridad global estaría en los medios coercitivos para prevenirla y evitarla, y ello lleva a otro capítulo dedicado al poder militar y el cambio de paradigma en las teorías de la seguridad en el mundo en transformación. En él se expone un replanteamiento total de todas las concepciones mantenidas hasta hoy en términos de estrategia militar. Su contenido es tan claro y tan evidente, que debería ser de lectura obligatoria para los responsables del mantenimiento de la seguridad ciudadana y del orden mundial. Volviendo a los aspectos económicos, se incluye una aportación a la globalización en el mundo del trabajo, pero aquí se enfoca desde la evidencia de la reorganización de los procesos productivos, que alcanzan a ámbitos tan importantes como la protección social proporcionada por el estado o la reorientación del asociacionismo obrero. Una consecuencia importante de la globalización, que no ha sido suficientemente analizada hasta ahora, al menos en términos sociales, es el enorme auge del turismo, que ha experimentado un crecimiento exponencial y abarca una dimensión planetaria. Esta expansión y su gestión

no hubieran sido posibles sin una estructura organizativa con características globalizadoras. Quizá uno de los aspectos más notables y también más preocupantes del fenómeno radica en sus efectos sobre la cultura. Ello se analiza en un capítulo titulado «¿Una cultura global? Las dinámicas culturales del proceso de globalización». Realmente es un tema apasionante: homogeneización o diferenciación; global o local; la desterritorialización; ¿globalización entre las élites y el pueblo?; ¿quien controla la globalización cultural?; ¿que cultura genera la globalización?; ¿vamos hacia una cultura híbrida? A estas interrogantes, que creemos que nos preocupan a todos como se pone de manifiesto a menudo en nuestras conversaciones cotidianas, se intenta responder en este capítulo de la obra. Un último apartado analiza el proceso de desarrollo latinoamericano, como consecuencia del proceso histórico de modernización-globalización y de cómo ésta se interrelaciona con un contexto geográfico y social específico afectando a la construcción de las identidades sociales. Como colofón, hay que subrayar que es una obra académica, *sosegada y racional* según los autores, que pretende aportar más luces que sombras sobre un fenómeno sobre el que se han derramado ríos de tinta, pero que en la mayoría de los casos ha sido tratado de forma sesgada. Una buena aportación que tiene una ventaja para el lector interesado sobre algún tema específico: pueden leerse con absoluta independencia la mayor parte de los capítulos que integran la obra.

Victor Simancas



Evaluación ambiental y desarrollo sostenible

Antonio Eras Rey y José Manuel Álvarez-Campana Gallo

Ediciones Pirámide, Madrid, 2007. 542 págs.

La relación entre crecimiento económico, desarrollo y medio ambiente se ha ido fortaleciendo en las últimas décadas, dando lugar a un nuevo paradigma conocido como «desarrollo sostenible» que relaciona al desarrollo con tres dimensiones: la económica, la social y la medioambiental. Aunque ya hace más de cuatro décadas que se hablaba de términos como ecodesarrollo, no es hasta mediados de los ochenta, con la publicación del informe *Nuestro futuro común* (Informe Brundtland), cuando se populariza el concepto de desarrollo sostenible. Desde entonces, varias han sido las aproximaciones teóricas y conceptuales al mismo, destacando como referencia la definición proporcionada por el propio informe Brundtland en el que se indica que el desarrollo sostenible es el progreso económico que satisfaga las necesidades de las generaciones presentes teniendo en cuenta a las generaciones futuras. Desde entonces la importancia y dimensión alcanzada por este concepto ha ido en aumento, constituyendo uno de los objetivos básicos de la política económica internacional y, como no, de la propia Unión Europea, que ha convertido el desarrollo sostenible en una de sus prioridades, considerándolo como un modelo socioeconómico viable. Este paradigma constituye, por tanto, un nuevo reto, en el que las políticas públicas preventivas son un tema crucial, no sólo para la protección ambiental sino también para la integración de la dimensión económica y social en el resto de políticas regionales o sectoriales con un objetivo en común: alcanzar la sostenibilidad. Con el fin de dar garantía al proceso, se precisa contar con instrumentos de evaluación ambiental, como son, entre otros, la evaluación de impacto

ambiental (EIA) o la evaluación ambiental estratégica (EAE), que se convierten en piezas claves en la gestión de las políticas públicas ambientales. El libro tiene como objetivo básico *estudiar y poner en relación los instrumentos más importantes de las políticas públicas ambientales preventivas con el nuevo paradigma y nuevos tiempos, no solamente de la política ambiental, sino también de las políticas económicas y del desarrollo, adaptadas al modelo emergente de desarrollo sostenible*. El libro tiene una estructura muy clara y coherente, comenzando con una visión muy general del objeto del mismo en el capítulo introductorio, para continuar con su exposición a lo largo de seis capítulos. El primero de ellos, «Contexto», analiza el proceso histórico de incorporación del medio ambiente en la agenda social, se expone y estudia la relación entre los conceptos de desarrollo económico y medio ambiente, haciendo mención a los tres principales enfoques teóricos que materializan esa integración —la economía ambiental, ecosistemas y economía ecológica—, así como al desarrollo sostenible como posible escenario para la integración y práctica económica. Finalmente, se destaca el papel de las políticas públicas en esta integración económico-ambiental, destacándose la dinámica de las políticas públicas a través del ciclo político, así como la participación de los distintos agentes en el proceso de decisión e implementación, se detallan los principios, normas e instrumentos de las mismas que permiten armonizar el sistema productivo con el medio ambiente. Los instrumentos que dan forma a las políticas públicas preventivas son el tema central de los tres siguientes capítulos. En el segundo, «Evaluación ambiental: origen y evolución», los autores delimitan los instrumentos administrativos y científicos empleados en la investigación del medio ambiente, y se centran en desgranar el contenido de la *evaluación ambiental*, término

genérico empleado para designar a un conjunto de instrumentos, entre los que destacan y son objeto de atención en el libro, la evaluación de impacto ambiental (EIA) y la evaluación ambiental estratégica (EAE), que pretenden medir y comparar los impactos derivados de la actividad humana sobre el medio ambiente. Las corrientes metodológicas —cuantitativas y cualitativas— desarrolladas en este ámbito, los agentes y la dinámica de los procesos de evaluación ambiental, la exposición de la Ley NEPA (*Nacional Environmental Policy*) como origen de la misma, así como una mención a otros instrumentos concretos de evaluación son algunos de los temas que componen este capítulo. Concretando en los dos principales instrumentos de la evaluación ambiental, en el capítulo tercero «Evaluación de impacto ambiental», se presenta la versión europea de evaluación ambiental, la evaluación de impacto ambiental (EIA) entendiéndose como un instrumento para la preservación del medio ambiente y de los recursos naturales. Esta herramienta surge con una directiva europea en el año 1985 y con quince años de retraso respecto a la norteamericana Ley NEPA, aunque desde entonces se ha ido incorporando a todas las legislaciones de los Estados miembros, como ha sido el caso de España. El capítulo se dedica, en gran parte, a describir la metodología que sigue este instrumento, desde dos puntos de vista distintos: el del procedimiento seguido por el promotor de un proyecto cuando actúa como agente en un proceso de evaluación ambiental (proyectos que deben someterse, participación del evaluador ambiental, contenidos del estudio de impacto ambiental); y, en segundo lugar, los pasos a realizar por parte de la Administración ambiental desde la calificación del proyecto. Ligado al procedimiento de evaluación de impacto ambiental está el uso de instrumentos económicos utilizados, fundamentalmente, durante la fase

de elaboración del estudio de impacto ambiental para hacer valoraciones del impacto socioeconómico de los proyectos ligados a variables socioeconómicas (esfuerzo fiscal, renta, producto, etc.), así como la valoración, en unidades monetarias, del impacto ambiental sobre el bienestar de las personas, empleando para ello métodos de valoración monetaria tales como la valoración contingente, el método de coste de viaje o el de los precios hedónicos. Incluye también este capítulo un tema más reciente como es la incorporación de instrumentos económicos, como las fianzas y seguros ambientales, para garantizar el cumplimiento de las medidas correctoras a que hubiera lugar en caso de daños derivados del proyecto. Concluye el capítulo con un análisis de las tendencias y cambios de la EIA en el contexto del desarrollo sostenible.

El segundo de los instrumentos mencionados de evaluación, «La evaluación ambiental estratégica» es el objeto del capítulo cuarto, entendido como una herramienta que pretende, de forma previa, controlar los efectos ambientales derivados de decisiones políticas, por ejemplo, iniciativas legislativas, planes, programas, etc. El capítulo incluye una referencia temporal al origen reciente de la EAE, define este instrumento, su estructura, sus principios y hace referencia a sus dos referentes metodológicos: el surgido en el ámbito norteamericano y el europeo. Respecto a la metodología de EAE, se inicia la exposición con los distintos métodos y enfoques desarrollados que, a pesar de su amplitud, no parecen contar con consenso entre los gestores del instrumento, por lo que los autores ofrecen lo que ellos denominan una metodología básica de evaluación ambiental estratégica, haciendo especial mención a la Directiva 2001/42/CE relativa a la evaluación de los efectos de determinados planes y programas en el medio ambiente. El quinto capítulo «Desarrollo Sostenible: un nuevo paradigma» analiza de forma

exhaustiva este término. Para ello, se comienza haciendo una revisión del origen y evolución del concepto de desarrollo sostenible. Una de las cuestiones más relevantes que se plantean los autores es si el desarrollo sostenible puede considerarse como un paradigma y, si es así, si es un paradigma que da continuidad o representa un cambio con respecto a los anteriores, concluyendo que, efectivamente, sí puede considerarse un paradigma científico en el que confluyen numerosas disciplinas y extendido a una dimensión de tipo ético y moral que requiere compromisos y cambios institucionales. Las tres dimensiones —económica, ecológica y sociocultural— son objeto de análisis, así como su representación inicial en forma de modelo de triángulo plano, posteriormente ampliado para incorporar el componente político-institucional, lo que lleva a proponer un modelo representado de forma tetraédrica. Las bases del desarrollo sostenible definidas por sus límites, restricciones, los valores, principios, directrices, el papel del conocimiento son también expuestas, para finalizar con el papel de las políticas económicas y de la gobernanza en el desarrollo sostenible, así como el papel de los distintos agentes sociales (políticos, organizaciones internacionales, agentes socioeconómicos, gestores de la Administración pública, la comunidad científica, la sociedad en su conjunto así como los individuos).

Los aspectos prácticos del desarrollo sostenible se recogen en el capítulo sexto del libro, titulado «El desarrollo sostenible en operación», planteándose dos vías: acciones de amplio espectro (estratégicas) y acciones de ámbito más reducido (táctico). Como referentes de este tipo de acciones, se analizan, con más detalles, dos casos concretos: Estados Unidos y la Unión Europea. El primero caracterizado por acciones de carácter nacional que se materializan en un documento estratégico conocido como *América Sostenible. Un nuevo consenso para la prosperidad, oportunidades y un ambiente saludable para el futuro*, que plantea, en diez

objetivos, los temas hacia la sostenibilidad. El segundo repasa la estrategia de la Unión Europea, de índole internacional, impulsada por la idea de que *a largo plazo, el crecimiento económico, la cohesión social y la protección del medio ambiente deben ir de la mano* y concretada en un documento, *Estrategia Europea de Desarrollo Sostenible*, en el que se analizan seis amenazas al desarrollo sostenible y las medidas urgentes a tomar. Adicionalmente a estos dos grandes ejemplos, también se incluye los resultados de las estrategias nacionales desarrolladas en otros países, concretando la exposición en el caso de la estrategia gallega de desarrollo sostenible, elaborada en el 2005. Desde un nivel táctico, las acciones se materializan en proyectos, programas y en ámbitos geográficos más próximos: regionales o locales. La importancia de actuar localmente, la Agenda 21 local, su evaluación, su medición a través de la huella ecológica o el desarrollo sostenible en proyectos de cooperación internacional al desarrollo son algunas de las cuestiones desarrolladas en este nivel. Para finalizar el capítulo, se incluye una cuestión crucial en los temas de sostenibilidad como es la importancia de contar con referentes, indicadores, que permitan evaluar las pautas seguidas de sostenibilidad. Para finalizar, señalar que cada uno de los capítulos viene acompañado de cuadros con textos complementarios, gráficos o tablas, siendo reseñable la amplia y actualizada bibliografía incorporada en cada uno de ellos y ampliada en un capítulo final. Los temas tratados, la exposición detallada de los mismos, hacen de este texto un libro de documentación y referencia tanto para los especialistas en cuestiones económicas-ambientales como para aquellos que han asumido y apostado por el paradigma de la sostenibilidad.

José Antonio Negrín de la Peña



Economía Española. Estructura y Regulación

José Manuel García de la Cruz,
Santos H. Ruesga Benito (coords.)

Internacional Thomson Editores Spain.
Madrid, 2007. 441 págs.

Cuando parecía ya fuera de lugar publicar manuales para la docencia, nos encontramos ¡por fin! con un manual de economía (estructura) española. El manual ha caído en desuso al identificarlo con un texto impuesto, único y obligatorio, que el profesor exigía aprender a sus alumnos y del que, generalmente, él era su propio autor. Nada más lejos de la realidad en muchos casos. Como exponen los coordinadores de este libro *hace años no se concebía la docencia sin el soporte de un buen manual, de consulta necesaria tras las explicaciones de clase; hoy quizás se pueda relativizar su utilidad ante la abundancia de información a través de la red, pero no es sólo información lo que un buen manual aporta... es algo más, es un lugar de referencia para la búsqueda de un conocimiento más avanzado, es el espacio para fijar métodos de trabajo y conocimiento, es, en definitiva, el punto de encuentro y reflexión común entre el profesor y el alumno... creemos que es el momento de impulsar esa tradición académica, aún contra viento y marea, de los sistemas de evaluación del profesorado que los ignoran, entendiendo que constituyen un aporte esencial al proceso de formación de los estudiantes universitarios.*

Prologado por el profesor Ramón Tamames, cuya *Estructura Económica de España* (con 24 ediciones) fue el manual, el único, el más completo, desde los años 60, para los estudiantes de Estructura, constituyendo una herramienta pionera imprescindible para conocer la economía española en su totalidad.

Otra connotación es el subtítulo de la obra *Estructura y Regulación*. Hablar de *estructura* en economía resulta algo infrecuente. Hoy se manejan términos

como *economía positiva*, y domina el concepto de que estudiar la realidad es una tarea descriptiva en donde el análisis de interrelaciones subyacentes está ausente. El Profesor Sampedro impartió su docencia sobre la base del análisis estructural, el cual ahonda en la realidad aparente buscando relaciones permanentes.

Ahora parece que al reajustar algunos programas de estudios de ciertas universidades, para su adaptación a Bolonia, se ha decidido eliminar la asignatura de *Economía Española* tanto como materia troncal como optativa, en las licenciaturas de Económicas y de Empresariales. Parece inconcebible una decisión así que echaría en el olvido las aportaciones de innumerables —decenas— de investigadores y profesores que han contribuido, no sólo al conocimiento de la realidad, sino a la aplicación de las políticas económicas más acertadas en cada circunstancia histórica. Pero si esos son los derroteros, la aparición de libros como el que estamos comentando son más necesarios que nunca a fin de cubrir las lagunas que, previsiblemente, se generarán en la formación de los jóvenes que posteriormente ocuparan puestos de responsabilidad. Es evidente que la orientación metodológica, y por ello la línea docente de este *manual*, se enfoca hacia una visión estructural, en el sentido de que propicia en el lector una inquietud analítica que culminará en la posesión de unas ideas esenciales sobre el funcionamiento del sistema económico español. De esta forma, en la obra se combina exposición de los elementos principales de la economía española con los instrumentos de intervención pública y de regulación en cada mercado y también con la necesaria interpretación de los cambios de la economía española en su dimensión europea. Diecinueve profesores de diversas Universidades han elaborado los trece capítulos de esta obra, que comienza con las bases estructurales y el contexto internacional en que nos

desenvolvemos, junto a las características del funcionamiento del sistema (renta, ciclos, precios); pasando por mercados y actividades específicas: mercado de trabajo, investigación, desarrollo e innovación; la competencia; agricultura, desarrollo rural y medio ambiente; el sector servicios... y también analizando sectores y actividades institucionales: la distribución de la renta y la desigualdad; para terminar con el análisis de las políticas fiscales y presupuestarias, así como de las políticas públicas.

Resulta acertado comenzar el análisis por la infraestructura de nuestro país, revisando los factores de producción, desde los recursos naturales y el capital, a las características demográficas. Las referencias a los recursos naturales, de la climatología a los aspectos medioambientales, constituyen la base para desarrollos posteriores. Tras estas consideraciones introductorias, se estudia el contexto internacional en que se desenvuelve la economía española, analizándose en detalle todas las instituciones importantes de la organización económica internacional.

Ello permite adentrarse en la estructura económica de España, es decir, el sistema productivo y las transformaciones que ha experimentado, el sistema de precios, las tendencias cíclicas, las deficiencias productivas, y la evolución a nivel regional de la producción, poniendo especial énfasis en la convergencia entre comunidades autónomas.

En el apartado del mercado de trabajo se expone la estructura del mercado laboral, destacando las peculiaridades de la oferta y de la demanda, y también la dinámica experimentada por aquél. Se especifican las transformaciones en la negociación colectiva, se resaltan los aspectos desfavorables como son la temporalidad, la estrechez de los contratos a tiempo parcial, o las carencias en la cualificación del empleo para enfrentarse a la demanda. Un análisis institucional, como el que mantiene la obra, no podría dejar de

dedicar un capítulo a la investigación, el desarrollo y la innovación, y en él se pone de manifiesto el atraso que se arrastra en este ámbito y la necesidad de realizar un esfuerzo que nos alinee con otras naciones dentro de la creciente globalización. Siguiendo la misma metodología, las empresas y la regulación de la competencia ocupan otro apartado en el que, tras ofrecerse una visión de conjunto del ámbito empresarial, a través de abundante información estadística, se efectúa un análisis breve pero completo de las instituciones vigilantes que regulan la competencia. Una amplia mención a los procesos de privatización y a los principios que deben orientarlos resulta muy interesante.

Al comenzar los análisis sectoriales (tras haber repasado la empresa industrial en el capítulo que precede) se estudia la agricultura, entroncándola dentro de la Política Agraria Común (de la que se exponen su contenido y sus reformas) y haciéndose también mención a la relación entre las áreas rurales y el medio ambiente. En la continuación de los estudios sectoriales se explica la evolución del sector servicios, su composición y los factores determinantes de su crecimiento. Ya con una visión más institucional dentro del contenido sectorial, se detallan los componentes del sistema financiero español, desde las entidades reguladoras —del Banco de España a la CNMV— dentro del marco europeo, a la Bolsa, y los restantes intermediarios financieros, haciéndose una mención final a la política monetaria. El sector exterior abarca un capítulo aparte en el que se perfila la Balanza de Pagos y sus diversos componentes, otorgando especial importancia a las relaciones financieras con la Unión Europea y a las inversiones extranjeras en España y españolas en el exterior (que tan drásticos cambios han experimentado) así como al novedoso giro en las remesas de emigrantes. A estos contenidos sectoriales e institucionales se añaden tres apartados que abordan las políticas

económicas que configuran la economía española. En primer lugar, la distribución de la renta, tanto desde el prisma personal como desde el territorial, las desigualdades y su corrección a través de las correspondientes políticas. En segundo lugar, la política fiscal y presupuestaria, tanto desde un punto de vista descriptivo, como efectuando una valoración de su entronque con las directrices comunitarias, así como de los sistemas de corresponsabilidad fiscal en la España autonómica. En tercer lugar, se efectúa un repaso a las políticas públicas (sanidad, educación, vivienda...), se valora el estado de bienestar y se analiza la Seguridad Social así como los programas de protección al desempleo y de lucha contra la pobreza.

El libro aporta un extenso contenido explicativo de los organismos e instituciones nacionales e internacionales (sus finalidades, objetivos, organización y funcionamiento); también incluye una amplia información estadística que sirve de soporte a los contenidos de los textos. En su orientación docente, al final de cada capítulo se plantean preguntas de repaso y se ofrecen lecturas complementarias, además de unas referencias bibliográficas propias del capítulo. Con carácter general, al final del libro se ofrecen once páginas de bibliografía complementaria y dos páginas con las principales direcciones de Internet relacionadas con el texto. Por último, un índice alfabético de materias de dieciocho páginas de extensión facilita al lector la localización de los conceptos en el texto.

En resumen, se trata de una obra que no parece pretender alcanzar nuevas y elevadísimas aportaciones a la ciencia económica, sino que se orienta a una difusión clara de conocimientos básicos, expuestos de una forma analítica, orientados a promover la reflexión del lector y, lo que es muy importante, dotados de la máxima actualidad, preocupándose de que cada hecho, cada realidad, se enmarque en los determinantes presentes y futuros, como la Unión

Europea, la creciente competencia global, las limitaciones previsibles ante el deterioro medioambiental, la efervescente complejidad de los mercados financieros, las claves para la productividad y la competitividad... Esta obra puede cumplir una función importante en la enseñanza de la economía española y, gracias a su estructuración extremadamente ortodoxa, llena unas lagunas importantes que, sin menoscabo de otras obras de todos conocidas sobre esta materia que poseen un altísimo rigor, debían ser cubiertas con una orientación sencilla, divulgativa, pedagógica, en fin. Los manuales no sólo facilitan la tarea al estudiante y al profesor, son instrumentos esenciales para lanzarse posteriormente hacia más altos vuelos.

Victor Simancas



La economía china

Françoise Lemoine

Alianza Editorial, S. A.,
Madrid, 2007. 143 págs.

No es ninguna novedad que el mundo económico está pendiente de China. De este interés es prueba los numerosos textos que han surgido para explicar el gran desarrollo de este país. No hace falta recordar que la economía china creció a una tasa anual de 11,1% en los tres primeros meses de 2007, según cifras oficiales. Este crecimiento excedió las previsiones superando la tasa de crecimiento del 10,4% del último trimestre de 2006. Del mismo modo, estas mismas cifras oficiales nos hablan de una inflación de un 3,3% que alertan sobre una posible subida de los tipos de interés. Pese a eso, las inversiones en bienes de capital —que incluyen la inversión del Estado en proyectos de construcción—, subió un 25% en el primer trimestre de 2007. Para algunos analistas, este ritmo de crecimiento, superior al 10% en los últimos cuatro años, se debe a la fuerte inversión estatal, a las crecientes exportaciones y a las inversiones extranjeras.

Sin embargo, no todo es optimismo, funcionarios del Gobierno han comenzado a expresar en público su preocupación por el ritmo del crecimiento y sus consecuencias. Hay quien afirma que se corren grandes riesgos de calentamiento de la economía china por ser cada vez más vulnerable. En opinión de Frank Harrigan, jefe del Servicio de Estudios del Banco Asiático de Desarrollo (BAD), la economía asiática avanzará a un ritmo más sostenible, debido a que el Banco Popular de China subirá los tipos de interés (de hecho lo está ya realizando y continuará haciéndolo mientras el riesgo perdure) y a que la economía mundial se ralentizará ligeramente en 2007. Por otra parte, *The Economist* prevé para este 2007 un cambio de ciclo económico en China basado en la evolución de una economía impulsada

por la inversión en activos fijos hacia un mercado más sostenido por el consumo interno debido, entre otras cosas, a la previsible ralentización en la primera economía mundial, Estados Unidos, también primer mercado de China. También es cierto que, debido a la inflación de precios de las materias primas, el crecimiento de la República Popular es mucho más caro que, por ejemplo, el de otra potencia emergente como India.

Lo cierto es que tampoco se tiene muy claro qué puede pasar. Nunca en la historia un país con la población de China ha crecido a esos niveles. Para aclarar algo estas cuestiones nace este libro, que no es nuevo, pues su primera edición francesa es de 1990, con posteriores reediciones en 1994, 2003 y 2006. De esta última se debe la traducción presente.

El libro se estructura, siguiendo a la *Introducción*, en seis capítulos. En el primero de ellos se desgana la evolución histórica del proceso económico chino definido como *La vía china desde 1949 hasta 1978*. En el segundo de ellos, se analiza la senda *Hacia la economía de mercado*. El tercero habla de las *Estructuras económicas chinas* (población, empleo, agricultura, minería e industria). El cuarto versará sobre el *Crecimiento económico y el desarrollo*. Para finalizar estudiando a *China en la economía mundial* y a *China como gran potencia del siglo XXI*. A estos seis capítulos hay que añadirle uno de *Conclusiones* y otro de referencias bibliográficas, finalizando con un ilustrativo mapa geo-económico de China.

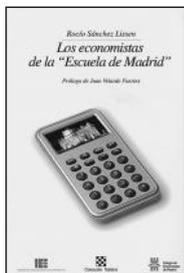
En la *Introducción* del libro se nos recuerda que en 2006 China se convirtió en la cuarta economía mundial por Producto Interior Bruto y la tercera potencia comercial. Para llegar a esta situación, China situó entre sus prioridades la modernización de la economía, abandonando progresivamente la planificación por la economía de mercado, movilizándolo sus inmensos recursos de mano de obra y aprovechando abiertamente las muchas ventajas que ofrece la

globalización de la economía mundial para convertirse, en palabras del autor, en la *fábrica del mundo*.

La lógica consecuencia sería una mejora considerable de las condiciones de vida de la población. Sin embargo, China se ha convertido en una sociedad muy desigual, donde se ha abierto una enorme brecha entre ricos y pobres. Es por eso que ahora lo que le interesa a China es poder evolucionar de un país de rápido crecimiento a un entorno de pleno desarrollo equilibrado. El autor propone que para conseguir este fin, China tendrá que reducir las líneas de escisión que dividen la economía y la sociedad (en campesinos y habitantes de la ciudad, entre ricos y pobres, zona costera y resto del país); enfocar el crecimiento al consumo interno y hacerlo menos dependiente de los mercados globales; frenar su consumo de energía y cuidar un medio ambiente ya muy degradado. Concluye el autor que China debería ser el motor del cambio de una economía mundial cada vez más marcada por la importancia creciente de las economías emergentes y el retroceso relativo de los países ricos que, sin embargo, preserva su jerarquía en rentas.

Resulta, pues, un libro interesante. No sólo por su análisis económico sino también por lo que aporta a un mejor conocimiento de la realidad política mundial. El devenir de China nos interesa a todos. A productores, como potencial mercado de más de 1.200 millones de personas. Como consumidores, ante las enormes necesidades de un oferente en máxima expansión y con numerosas necesidades energéticas. Y como seres humanos, ante los problemas medioambientales que un crecimiento desequilibrado e insostenible del gigante podría acarrear. Nunca antes el viejo *adagio* napoleónico pudo hacerse tan real: *Cuando China despierte...*

José Antonio Negrín de la Peña



Los economistas de la *Escuela de Madrid*

Rocío Sánchez Lissen

Instituto de Estudios Económicos-Colegio de Economistas de Madrid, Madrid, 2007. 247 págs.

Con motivo de la solemne apertura de curso de las reales academias del Instituto de España, el profesor Juan Velarde Fuertes pronunció un discurso sobre *La Real Academia de Ciencias Morales y Políticas y la Escuela de Madrid* (1). Tal vez sea aquí donde encontremos el origen del apelativo de esta *Escuela de Madrid*. Bien es cierto que a los que seguimos al profesor Velarde no nos era desconocida la existencia de este grupo de *escolares* que surgen a la sombra de la primera promoción de la Facultad de Ciencias Políticas y Económicas de la Universidad Central de Madrid, que finalizó sus estudios en 1947, hace ahora sesenta años. Son nombres conocidos en la Historia Económica reciente de nuestro país, fueron escolares pero, sobre todo, fueron maestros. Ángel Alcalde, Gonzalo Arnáiz, José Barea, Enrique Fuentes, Manuel Varela y Juan Velarde son los nombres de estos maestros sobradamente conocidos y reconocidos. Junto a ellos, Fabián Estapé y José Ángel Sánchez Asiaín forman esta impresionante generación de economistas. Sin ellos, la Econometría, la Estadística, la Teoría Económica, la Economía Española e Internacional, la Hacienda Pública y la Historia Económica que se explica en nuestras Facultades no sería la misma. No obstante, esta *Escuela de Economistas* no hay que limitarla a este fructífero año de 1947. Según el profesor Velarde, desde 1900 hasta 1978, existen por lo menos cinco generaciones. La primera se corresponde con los economistas del 98, siendo sus principales valedores, Antonio Flores de Lemus, Francisco Cernís y José María Zumalacárregui. La segunda, coetánea por discípulos de Flores de Lemus, es decir, José Álvarez de Cienfuegos, Ramón Carande, Gabriel Franco, Vicente

Gay, Agustín Viñuelas, Luís Olariaga, Germán Benácer y Olegario Fernández Baños. La tercera, coincidente con la generación literaria del 27, estaría representada, entre otros, por Valentín Andrés Álvarez y Enrique Rodríguez Mata. A la cuarta pertenecen los primeros profesores de la Facultad de Económicas de Madrid, como son José Castañeda, Román Perpiñá, Juan Sardá, Manuel de Torres y Alberto Ullastres. Finalmente, a la quinta generación, pertenecería esa promoción de 1947. De todos estos maestros, la generación que ahora cumple sesenta años de licenciatura aprendieron infinitas cosas pero, de sus maestros directos, recibieron unas enseñanzas sobre la economía española que les unían como escuela. Es indudable que la política económica de aquellos años necesitaba de una mayor apertura al exterior frente al proteccionismo arancelario imperante. Esa liberalización debía extenderse al resto de los sectores económicos que, además, debía servir para la implantación de la competencia en los mercados de bienes, servicios y capitales de nuestro país. Parecía igualmente necesaria una modernización del Sector Público que, necesariamente, implicaba una importante reforma tributaria. Con todos estos mimbres se hace el cesto de este libro, estructurado en cinco capítulos. Un *Prólogo* del profesor Juan Velarde y una *Introducción* de la autora ponen el fondo de este tabaque dando objeto al texto. El primer capítulo habla del *Nacimiento y evolución de la Escuela*. El capítulo segundo bucea en los *Instrumentos de análisis de sus economistas*, desentrañando la medición de las macromagnitudes españolas, la distribución provincial de la renta en España, la riqueza nacional de nuestro país y las cuentas financieras de la economía española. El tercer capítulo examina los *Vehículos de expresión* que tenía la *Escuela de Madrid* en publicaciones periódicas. Éstas fueron *Cuadernos Hispanoamericanos*, *De Economía*, *Revista de Economía Política* y *Anales de Economía*. También son objeto de estudio las campañas de la

Escuela en el diario *Arriba*. En el capítulo cuarto la *Escuela de Madrid* se pone manos a la obra para transformar la economía del país. Aquí se examinará su participación en el *Plan de Estabilización de 1959* —desde los Ministerios de Comercio y Trabajo, Organización Sindical y la Secretaría General Técnica del Ministerio de Hacienda—, y el papel que jugaron los trabajos publicados en la revista de *Información Comercial Española*. Como es lógico también actuaron en la planificación al desarrollo posterior al *Plan de Estabilización* y se da parte del papel de la *Escuela de Madrid* desde que se recibió el Informe del Banco Mundial hasta la planificación regional, el primer y segundo debate sobre la integración española en el Mercado Común, la Reforma Tributaria de 1964 y, también, las críticas a los Planes de Desarrollo que desde luego existieron. En el capítulo quinto, los hercúleos trabajos de la *Escuela de Madrid* tendrá su particular triunfo sobre el Cerbero de la crisis económica española a finales de la década de los setenta con su participación en *Los Pactos de la Moncloa de 1977*. Finaliza el trabajo con una serie de *Consideraciones finales*, una abundante sección *Bibliográfica* y un *Álbum de fotografía* de los protagonistas. Es este, pues, un libro entrañable y didáctico. Deberían sus enseñanzas ser objeto de debate y estudio ahora que se planifica el futuro de los planes de estudios de nuestras disciplinas. Aprender de cómo se hacía *Economía* hace apenas unos años y no hacer brindis al sol poniendo en duda el magisterio del pasado.

José Antonio Negrín de la Peña

NOTAS

(1) Velarde, J. (1999): «La Real Academia de Ciencias Morales y Políticas y la Escuela de Madrid», en *Torre de los Lujanes*, núm. 40, págs. 15-27, Real Sociedad Matritense de Amigos del País, Madrid.



El rendimiento del capital humano en España

Jose Manuel Pastor, Jose Luis Raymond, Jose Luis Roig y Lorenzo Serrano

Fundación Bancaja-IVIE.
Valencia, 2007. 230 págs.

Este libro es un nuevo fruto del Proyecto Capital Humano que viene desarrollando, desde hace varios años, el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie), con el patrocinio de la Fundación Bancaja, con el fin de profundizar en el conocimiento de las dotaciones de capital humano en España y su papel en el proceso de crecimiento económico y mejora del bienestar en nuestro país.

En esta ocasión, la monografía que presentamos se centra en el análisis del aprovechamiento del capital humano y su rendimiento, situando el caso español en el contexto de los países de nuestro entorno, pero sin olvidar la dimensión regional y provincial de la cuestión.

El libro se estructura en seis capítulos. En el primero de ellos se revisa la evolución de las dotaciones de capital humano en España en las últimas cuatro décadas, situándola asimismo en el contexto internacional. Según el estudio, si bien se aprecia que la educación en España ha experimentado una importante mejora, todavía estaríamos entre los países de la OCDE con menores dotaciones de capital humano, aunque en el camino de la convergencia hacia la media de la OCDE, la cual se alcanzaría, según los cálculos efectuados en el estudio y de mantenerse los ritmos actuales de mejora, en dos o tres décadas.

El trabajo muestra también la existencia de notables diferencias de género en las dotaciones de capital humano, mayores en el caso de los hombres, si bien los niveles educativos de las mujeres han mejorado más intensamente.

En cuanto a la situación de las distintas regiones españolas, se constata la existencia de significativas

diferencias entre unas y otras, aunque también en este caso los análisis realizados indican un proceso de convergencia tanto entre provincias como entre regiones.

En el capítulo II se analiza el grado de utilización del capital humano en España desde distintas perspectivas y su evolución en estas últimas décadas. Se constata un aumento en dicho grado de utilización, si bien todavía éste es menor que en la mayoría de los países europeos más desarrollados, lo cual representa para España tanto una oportunidad como un desafío.

En términos territoriales, la desigualdad en el empleo del capital humano se ha reducido en los últimos años, pero aún supera los niveles de los años sesenta. Por último, se detectan también ciertas diferencias por ramas de actividad, así como desajustes entre las cualificaciones de los trabajadores y los puestos de trabajo ofrecidos por las empresas, por lo que sería necesario que la educación superior desarrollara una oferta formativa adecuada a las necesidades del mercado, con el fin de que los problemas de sobre-educación, que parecen haber aumentado en los últimos años, fuesen desapareciendo.

El capítulo III se ocupa de analizar los rendimientos del capital humano en España, comparándolo con los rendimientos de la educación en otros nueve países de la UE, comparación que sitúa a nuestro país entre los tres donde mayor rentabilidad tiene la educación.

Asimismo, se revisa la evolución de esos rendimientos de la educación entre 1995 y 2002, observándose una ligera caída. Finalmente, se estudian las diferencias sectoriales, encontrándose una alta variabilidad entre unos sectores y otros, así como los contrastes territoriales.

A continuación, el capítulo IV presenta una aproximación alternativa a la medición del capital humano consistente en su valoración como si se tratase de cualquier otro activo. Así, a través de la actualización de los flujos de ingresos salariales futuros

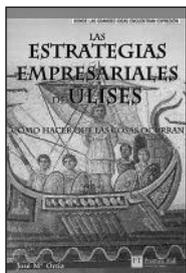
esperados de los trabajadores ocupados se obtiene la valoración del *stock* de capital humano. Los resultados obtenidos sugieren que la acumulación de capital humano es una inversión altamente rentable y deseable, tanto desde la perspectiva individual como colectiva.

Asimismo, por lo que respecta a la distribución del capital humano por comunidades autónomas, se destaca la existencia de una correlación positiva entre el capital humano de cada comunidad y el rendimiento de la inversión educativa.

El capítulo V contempla diversas cuestiones relacionadas con otros determinantes del rendimiento del capital. Así, se analizan la rentabilidad de la educación teniendo en cuenta la probabilidad de participación en el empleo; el efecto del nivel educativo sobre la estructura del empleo; y la prima salarial (el porcentaje de diferencia salarial ligado a un año extra de educación) por tramos de edad y sectores de actividad. En este sentido, se ha constatado que en algunos sectores que emplean una población cualificada, como puede ser el sector financiero, la prima salarial ligada a la educación muestra un claro decrecimiento con la edad del individuo, lo que muestra la importancia de la formación continua como vía para paliar ese proceso.

Para terminar, el capítulo VI se dedica a recoger las principales conclusiones de este estudio, entre las que se destaca la siguiente, con la que concluye el libro: *Cuando la sociedad invierte en capital humano, un círculo virtuoso constituido por una rentabilidad acrecentada y una mayor eficiencia en la transformación de años de escolaridad en capital humano tiende a configurarse... El verdadero reto radica en saber dotar a esta inversión de unas características tales que permitan adecuar la estructura de la oferta educativa a unas necesidades sociales cambiantes e impulsadas por el cambio técnico y la globalización económica.*

M.^a Eugenia Callejón



Las estrategias empresariales de Ulises

José María Ortiz

Ed. Prentice Hall Financial Times,
Madrid, 2007. 122 págs.

Existen muchos métodos diferentes que enseñan a los directivos la manera de afrontar las dificultades para que las compañías a las que pertenecen consigan los deseados buenos propósitos. Pero de las múltiples estrategias que pueden aprender, seguro que ninguna tan original como la que propone el autor del presente libro.

Las estrategias empresariales de Ulises o cómo hacer que las cosas ocurran es una obra que empapa de un espíritu creativo, donde la narración de las vicisitudes de Ulises, héroe de la Guerra de Troya, donde demostró ser el más astuto, y la posterior *Odissea* vivida durante otros largos diez años, donde demostró su sabiduría, permite al autor traducir el espíritu del guerrero al mundo actual y buscar y encontrar similitudes con las maniobras empresariales tendentes a definir sus líneas de actuación.

Las ideas vertidas en la presente publicación están asentadas en dos principales pilares. El primero de ellos está basado en cinco de los episodios más conocidos de la *Iliada*, relatada por el inimitable Homero. La segunda parte se adentra en los sucesos que acompañaron a Ulises en su regreso a casa en Ítaca tras mencionada Guerra, narrados magistralmente por el mismo autor en la *Odissea*, obra literaria clásica de alto contenido práctico. Ambas secciones se encuentran separadas en las enseñanzas que el autor quiere difundir y, consecuentemente, trata de la astucia de Ulises en el primer bloque y de su sabiduría en el segundo.

Tres grandes temas son analizados en la primera parte: la exigencia de acomodar la estrategia establecida a priori al entorno cambiante, la capacidad de persuadir más que de imponer y, por último, mantener en el tiempo la ilusión de los equipos por la

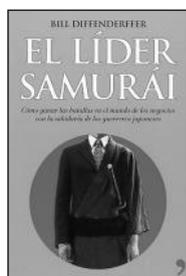
consecución de los objetivos planificados, compartiendo las ventajas que esta actitud genera en los demás. Se incide en que las estrategias empresariales no deben ser consideradas por sus mentores como algo que se ha definido y que queda estático, a expensas de los vaivenes de las distintas situaciones. Más bien debe ser entendida como un todo que se incorpora de modo dinámico a un entorno altamente dinámico y cambiante, no solo en lo que respecta a la relación con el exterior, esto es, clientes y proveedores, sino también dentro de la misma empresa, donde se pueden producir modificaciones en las propias relaciones entre los empleadores y los empleados.

Los tres capítulos que forman la primera sección tratan de la construcción de la ventaja competitiva basada en la estrategia, la dinamicidad inherente a la competitividad y las ventajas de ser pionero. En todos ellos se intercalan historias de los diversos personajes que aparecen en la obra del escritor griego. Son variados los personajes utilizados para poner de manifiesto sus comportamientos y, de esta forma, traslucir las actitudes que se deben incorporar y establecer en la empresa actual. Así, Ajax, Heracles, la diosa Hera, Hermes, Aquiles o Agamenón entre otros, sirven para, casi sin notarlo, el lector juegue con la dualidad establecida entre la ficción de estos personajes y las comparaciones sobre el mundo empresarial real y actual.

Pero la estrategia no solo debe estar definida y existir como guía para alcanzar las metas establecidas, sino que debe ser implantada. De ahí que el directivo deba transformar la realidad, conseguir que las cosas se hagan frente al mal hábito de sólo decir cómo se deben hacer, ser capaz de leer entre líneas las situaciones a las que se enfrenta, no únicamente ser listo y, en definitiva, tener la capacidad de dirigir una empresa, diferenciando este cometido con el ejercicio de autoridad que le confiere su posición dentro de la jerarquía de la compañía.

Es, con esta finalidad, donde el creador de la obra se sumerge en las transformaciones personales que suceden en Ulises en su accidentado regreso con su mujer Penélope y su hijo Telémaco. Se van narrando sugestivas aventuras de la *Odissea*, donde de nuevo un innumerable elenco de personajes aparece para dar forma al hilo conductor sobre el que camina toda la segunda división del libro. Así, se suceden los acontecimientos en las islas perdidas a donde llega buscando el camino que le permita alcanzar su anhelo. En la isla de Circe el protagonista aprenderá la manera de superar los instintos, en la de Calipso se describe cómo la valentía tiene entidad suficiente para vencer a la melancolía, en la de Eolo se relata el mejor remedio contra el recelo, que no es otro que la confianza y, finalmente en la isla de los feacios, cuáles son los elementos generadores de un buen gobierno. La finalidad de todo ello consiste en transmitir al directivo que todo trabajo entraña una aventura personal y que debe descubrir si en la misma está dejando lo mejor de sí mismo, que en el fondo será la mejor medida de su compromiso. Como no podía ser de otra manera, la lectura del poco más de centenar de páginas es altamente gratificante, consiguiendo no solo aprender de los conocimientos que José María Ortiz posee de la mitología griega y de todos los personajes que van apareciendo a lo largo de la obra, sino de la adecuada extrapolación que hace de los relatos al mundo empresarial actual. De este modo, el lector no encontrará directrices directas acerca de la implantación real de estrategias en el mundo empresarial, sino referencias ejemplarizantes que, de forma inteligente, transmite el autor mediante la narración de épicos episodios vividos por el héroe griego Ulises.

Jesús Domínguez Rojas



El líder Samurái

Bill Diffenderffer

Ed. Temas de Hoy,
Madrid, 2007. 283 págs.

Normalmente la modernidad ocupa la actitud diaria frente a los diferentes aspectos de la vida, incluyendo las enseñanzas recibidas por los directivos que, en las distintas escuelas de formación, recogen un adiestramiento lleno de aspectos novedosos e innovadores.

Lejos de estos paradigmas actuales, Bill Diffenderffer, líder en el mundo de los negocios, propone como método de actuación para los responsables de las empresas un camino totalmente diferente en su forma y en su fondo. Se trata de aplicar el *Bushido* o *Código Samurái*, no solo en las actuaciones directivas sino como norma de conducta general, válida para el propio y necesario crecimiento personal. Es un planteamiento en el que se intenta transmitir el modo de salir victorioso en el mundo de los negocios, aplicando la sabiduría de los antiguos guerreros nipones.

Toda esta filosofía del quehacer directivo se plasma en poco menos de trescientas páginas, estructuradas en diez capítulos. Aunque la lectura tiene un adecuado hilo conductor que permite ir conquistando las metas intelectuales propuestas por el autor, existen algunos apartados desglosados en más de una sección. Este es el caso de tres de ellos, que conforman una sexta parte de la obra.

La idea principal gira en torno a la asunción de que la dirección empresarial actual se enfrenta a los mayores retos jamás planteados hasta el momento presente, y que la vorágine de situaciones cambiantes suponen un desafío al que el ejecutivo debe enfrentarse de una manera distinta a como lo viene haciendo. El éxito en esta confrontación está asentado en los mecanismos de actuación establecidos en el *Camino del Samurái*. Consecuentemente, se explica en profundidad cuáles son las

características de un samurái, cuáles son los rasgos distintivos que le acompañan en su comportamiento y, llegados a un punto, se descifra el código para convertirse en un verdadero guerrero samurái del presente. En estratégicos enclaves del libro, aparecen algunas historias de samuráis relatadas durante los siglos XVI y XVII, que complementan de manera magistral los conceptos básicos desarrollados. Así, el primer capítulo de la obra está destinado a argumentar los nexos de unión entre el samurái y el liderazgo, explicando cómo las enseñanzas ancestrales de estos militares posibilitan el encuentro de soluciones correctas ante circunstancias turbulentas y ambiguas, logrando para el directivo superar todas las dificultades que encuentre a su paso.

Los capítulos segundo y tercero ponen de manifiesto los elementos cardinales del *Código Samurái*. De este modo, aparecen conceptos que, aunque para algunos estén trasnochados, a pesar de todo son fundamentales para conseguir el éxito en las metas propuestas. Honor, coraje, integridad y lealtad son las particularidades de las que trata la primera de las dos partes. En ella se puede apreciar cuán importantes son estos valores a la hora de formarse como un curtido guerrero en los tiempos modernos. A lo largo de las explicaciones aparecen, junto con las breves narraciones, unos pequeños cuadros donde se plantean algunas preguntas para que el lector reflexione sobre lo leído con anterioridad.

Posteriormente, desde otro prisma, se exponen las explicaciones que giran en torno a las cualidades de compasión, honestidad, amabilidad y autocontrol, distintas a las anteriores, pero no por eso carentes de igual importancia. El capítulo cuarto explica el modo de ser de un ejecutivo guerrero, cuáles deben ser las herramientas que utilice cuando se enfrenta a los retos de su trabajo. Señala el autor que no se debe participar en las batallas que no importan, pero que nunca hay que evitar una batalla que se debe librar.

Otro capítulo que tiene entidad propia es el quinto, donde aparecen las exposiciones sobre la filosofía *Zen*, que da nombre a su original título. Utilizando el recurso literario del diálogo, se va argumentando la influencia que a nivel directivo puede llegar a producir una correcta interpretación de las enseñanzas vertidas por este modo de asomarse a la naturaleza y a la vida, enmarcadas bajo las *Cuatro Verdades Nobles* y el *Óptuple Sendero*.

Las siguientes dos secciones tratan sobre el *coraje* y la *valentía*, distinguiendo entre el *modo de actuar* y el *modo de pensar* que deben presidir las acciones del ejecutivo. Desde esta doble óptica se procede a descifrar las claves que intervienen en los procesos equivocados y en las respuestas erróneas que comúnmente asaltan al directivo y que le impiden gestionar de modo eficaz determinadas situaciones a las que se enfrenta. A raíz de estos razonamientos, surgen los dos siguientes capítulos, también unidos bajo el mismo título y que afrontan los esquemas mentales, bajo un doble prisma de la disciplina y la independencia que ha de regir el entendimiento racional y emocional del ejecutivo.

El último es el más breve capítulo, donde se concluye qué características debe poseer una *empresa samurái*, en la que deben existir unos valores claramente establecidos y que deben ser aceptados, respetados e interiorizados en todos los ámbitos y estamentos de la misma. En definitiva, el presente manual ayuda a los directivos del siglo XXI a convertirse en líderes éticos, haciendo compatible esta cualidad con la consecución del éxito en el mundo de los negocios y basando su fortaleza en las cualidades heredadas que los aguerridos guardias samuráis asumieron a partir del siglo XII, en plena época feudal.

Jesús Domínguez Rojas



Salta tu sombra

Manel Reyes y Manuel Tallada

Pearson Prentice Hall,
Madrid, 2007. 164 págs.

Valiente y honesta, aunque a la vez dura y directa. Así es esta obra, que trata de la búsqueda de la felicidad personal por medio del ejercicio del máximo activo que tiene el ser humano, que no es otro que su libertad de elegir las acciones a tomar, de las opciones que existen en cada uno de los individuos para decidir el propio destino. Con un estilo literario que utiliza el género narrativo, los autores van desgranando las profundas ideas que desean exponer. Lo hacen de modo breve, en poco más de un centenar y medio de páginas, aunque esta circunstancia no es óbice para conseguir una completa transmisión de las intensas nociones que logran comunicar. Manel Reyes y Manuel Tallada utilizan para tal fin las entrelazadas historias de cuatro ficticios personajes que, sin saberlo, tienen puntos en común desconocidos entre ellos. Los avatares de la vida de estos protagonistas llegan a confluir cuando toman una decisión dramática en sus vidas.

La estructura del libro, a pesar de su reducido tamaño, es compleja. Además de aparecer estos dos hombres y dos mujeres, eje central de la obra, existen otros tres personajes participantes en un programa de radio, el entrevistador y dos jubilados entrevistados que, con sus reflexiones, asumen el mismo o superior protagonismo que los anteriores. La lectura es amena, lo que hace que se desee releer más de una vez la obra, amén de admirar y agradecer la altura comunicativa que se alcanza. A pesar de la irrealidad de las situaciones mostradas, en el sentido de ciertas casualidades puntuales, se manifiesta una fuerte relación entre las historias narradas.

Es muy recomendable esta publicación por variadas razones, que van desde la autorreflexión que impone su lectura, hasta la sensación de bienestar

producida por las decisiones asumidas por los cuatro protagonistas, pasando por la fructífera entrevista radiofónica a los dos jubilados, auténtica fuente de sabiduría, que provoca en los oyentes un vuelco en su corazón y un impulso a ser más valientes y fuertes para enfrentarse a una nueva vida.

Con estas bases, el libro está segmentado en cinco actos, como si de una obra teatral se tratase. Comienza analizando con concisa profundidad las vivencias que, a los cuatro personajes, les han conducido hasta llegar a una trágica decisión. También aquí destaca la coincidencia en el modo en que se produce esta situación, a pesar de la distancia física entre los protagonistas y del alejamiento en sus desarrollos personales en todos los aspectos (educacionales, económicos, sociales o psicológicos). A continuación aparecen tres nuevos personajes que nada tienen que ver con los anteriores y que, a medida que va avanzando su diálogo, tanto entrevistador como entrevistados lanzan a las ondas unas ideas que, aún siendo arriesgadas, rebosan vitalidad y provocan una avalancha de estímulos positivos que destilan fortaleza para afrontar nuevos retos.

Es tanta la influencia que este programa de radio ejerce sobre los cuatro oyentes, haciéndoles reflexionar de tal modo, que no tienen otra salida a su situación que desechar su idea primigenia y así, verse abocados a dar un giro completo a sus pensamientos y actitudes vitales.

Y aunque ninguno de ellos descubre un camino fácil en su nuevo devenir, todos se sienten afortunados al haber tomado la decisión de afrontar el resto de su existencia de una forma nueva, más libre y sobre todo más satisfactoria, donde nadie les va a regalar nada, pero todo estará al alcance de sus manos con tesón, honestidad, esfuerzo, pero ante todo voluntad de cambiar las situaciones que tienen delante, y que pensaban que no podrían ser modificadas bajo ninguna circunstancia. El resultado de los nuevos proyectos asumidos termina por unir a los

personajes que un día habían puesto sus vidas en función de su última elección.

Los creadores de este manual ayudan con sus apreciaciones a que cada uno que disfrute de sus páginas reconozca técnicas sencillas de supervivencia emocional, en la que se recuerda cómo se deben marcar los objetivos a los que cada individuo se quiere encaminar y, asumiendo los riesgos inherentes a las propias decisiones, avanzar hacia ellos con determinación de conseguir las metas propuestas, por muy pedregosa que sea la senda.

Básicamente, es un libro sobre la elección, en el que se encierra un reducido elenco de disposiciones intelectuales que persiguen aunar un objetivo común, que no es otro que la transmisión de la idea de que en todo momento, por lo menos en las sociedades desarrolladas en las que organizamos nuestras acciones trascendentes, se puede elegir un nuevo camino que rompa con el anterior y que, libre de tantos prejuicios y miedos que encadenan, se consiga emprender una nueva etapa más fructífera.

Al final de la lectura existirá, para el lector, un resultado manifiesto, que no es otro que el enorme impacto producido. Lo que consiguen los autores es remover las conciencias de cada uno de los que, casi de un tirón, se acercan a leer esta magnífica obra. La indiferencia no será algo que caracterice a los que terminan sus páginas y es altamente probable que en el fondo, más de uno agradezca, al cerrar el libro, el empujón de ánimo recibido, tan necesario en determinados momentos de la existencia.

Jesús Domínguez Rojas



La dirección estratégica de la empresa

Luis Ángel Guerras Martín y José Emilio Navas López

Thomson-Civitas, Madrid, 2007
(Cuarta edición), 688 pág.

Esta cuarta edición trata de consolidar uno de los manuales más utilizados en nuestro país en el ámbito de las instituciones académicas en todas aquellas disciplinas relacionadas con la Dirección Estratégica de la Empresa. En efecto, el libro es uno de los más populares en España por su uso docente tanto en Facultades de Económicas como en Escuelas de Negocio. El texto sigue el esquema convencional basado en tres grandes bloques: Análisis Estratégico, Formulación de Estrategias e Implantación de las Estrategias. En cada uno de ellos, se van analizando los tópicos habituales de este tipo de manuales. En el Análisis Estratégico se estudian los aspectos relacionados con la fijación de objetivos (creación de valor, discrecionalidad de la dirección, buen gobierno, misión, visión y objetivos estratégicos), los valores de la empresa (responsabilidad social corporativa, ética empresarial), análisis externo (entorno general, sector industrial, segmentación, análisis de competidores) y análisis interno (cadena de valor, perfil estratégico, análisis DAFO, análisis de recursos y capacidades). En el bloque de Formulación se tratan las estrategias competitivas y las corporativas. Respecto a las primeras, se analizan las estrategias competitivas básicas de Porter, el modelo del *reloj estratégico* y las estrategias con base en las características de la industria, desde la triple perspectiva en función de su grado de madurez, su nivel de concentración y su fundamento tecnológico. Respecto a las corporativas, la distinción se establece también a partir de un triple criterio, según las relaciones que existan entre los distintos negocios de la empresa (expansión, diversificación, integración vertical), según la dirección geográfica de dichos negocios (internacionalización)

y según la forma seguida en la creación de los negocios (crecimiento interno, crecimiento externo, alianzas).

El bloque de Implantación examina, en primer lugar, los criterios de evaluación y selección de estrategias, para centrarse, posteriormente, en los principales problemas de la aplicación y desarrollo de la estrategia: su congruencia con el diseño organizativo existente, los estilos de dirección y liderazgo más idóneos, el cambio cultural cuando sea necesario y los sistemas de planificación y control estratégico imprescindibles para la vigilancia de la buena marcha del proceso completo. Como Introducción, en el primer capítulo, además de los conceptos básicos y la presentación del modelo general de Dirección Estratégica, se integra un interesante y destacable análisis acerca de la racionalidad en el proceso de toma de decisiones estratégicas y de los factores políticos y de otra índole que pueden afectar a dicha racionalidad.

Del resto de los capítulos, merecen destacarse tres por las novedades introducidas respecto a anteriores ediciones. El capítulo dedicado al análisis de recursos y capacidades incluye, en primer lugar, una diferenciación en los criterios de su evaluación estratégica distinguiendo entre criterios relativos a la creación, el mantenimiento y la apropiación de la ventaja competitiva y, en segundo lugar, un novedoso modelo de gestión referido tanto a la mejora en la dotación de recursos (generación interna, adquisición externa) como a su explotación (aplicación a la estrategia competitiva, a la corporativa, a la comercialización de recursos).

El capítulo de estrategias para industrias de base tecnológica, además de la actualidad de este tipo de industrias, analiza, por un lado, las características propias de estas industrias (fijación de estándares técnicos, efectos de red, estructura de coste de las empresas, papel de la I+D) y por otro, las estrategias competitivas (consecución de la tecnología, disponibilidad de recursos

complementarios, protección y explotación de la innovación) y las estrategias corporativas (diseño del campo de actividad en base tecnológica o *racimo tecnológico*). Por último, el capítulo sobre internacionalización resume la amplia literatura existente sobre este tópico, estudiando, como aspectos más relevantes, las razones para la internacionalización, los factores de globalización de una industria, las estrategias para competir internacionalmente, las formas de entrada en mercados exteriores, la gestión de expatriados, la localización de actividades, la comercialización de productos y la gestión de la distancia cultural entre países. El libro, al igual que ediciones anteriores, incluye en cada uno de sus capítulos las habituales secciones de introducción, objetivos, esquema gráfico donde se sitúa el capítulo, preguntas de autoevaluación y lecturas recomendadas. Como novedad de esta edición aparecen un cuadro-resumen de las principales ideas contenidas en cada capítulo y unas actividades a realizar sobre temas relativos al capítulo, acompañadas, en muchos casos, de referencias de publicaciones o páginas web, en las que se puede encontrar información útil para la realización de la actividad. Asimismo, las numerosas aplicaciones prácticas con ejemplo reales existentes anteriormente, y en su gran mayoría de conocidas empresas españolas, se han ampliado y actualizado. En conclusión, los contenidos teóricos, la forma fácilmente entendible en la que están ordenados los temas, el estilo literario en el que se presentan, las distintas secciones que contiene cada capítulo y la inclusión de ejemplos prácticos de la realidad hacen de la obra un manual de referencia para todos aquellos interesados en los problemas relativos a la Dirección de Empresas.

Miriam Delgado

