

EFICIENCIA, EQUILIBRIO Y GESTIÓN DE RIESGOS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES

ENSEÑANZAS PARA LAS EMPRESAS

Ángel BERGES LOBERA
Pilar SORIA LAMBÁN

I. INTRODUCCIÓN

LOS mercados de capitales en nuestro país han registrado durante la década de los noventa un desarrollo sin precedentes, superando el secular retraso y aislamiento que el mercado español de capitales presentaba frente a los más desarrollados. Una pieza clave para favorecer el mencionado desarrollo de los mercados de valores en España han sido los desarrollos legislativos impulsados por la Ley del Mercado de Valores de julio de 1988, y la más reciente Ley de Reforma del Mercado de Valores de octubre de 1998, desarrollada para adecuarse a los imperativos de la Directiva de Servicios de Inversión. Ese marco institucional favorable a la modernización y liberalización de los mercados de valores en España ha permitido a éstos capitalizar con mucha mayor intensidad los favorables efectos derivados del extraordinario proceso de integración y convergencia internacional de nuestra economía, y especialmente el sistema financiero (cuyo exponente más paradigmático lo constituye la participación de nuestro país como miembro destacado de la unión económica y monetaria). 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 veni-

do desplegando con gran intensidad en los países más desarrollados financieramente. Entre dichos cambios estructurales cabe destacar:

- Una creciente importancia de 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 menos 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/o mercados, contribuyendo de forma irreversible a una creciente integración internacional de los mercados de valores.

Fruto de esa 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, profundidad y eficiencia asimilables a los de los países más avanzados, como analizaremos con más profundidad en el apartado II del artículo.

Una vez comprobado el elevado nivel de desarrollo alcanzado por el mercado español de capitales, en el apartado III pasamos a centrar nuestro interés en la cuestión que da título al artículo —y que, a su vez, responde al objetivo monográfico del número— cual es la de las ventajas que de dicho desarrollo pueden derivarse para las empresas. A este respecto, hay que recordar una crítica que tradicionalmente se venía realizando al mercado español de valores, y es la de un considerable divorcio respecto de la economía real, a juzgar por la reducida presencia de empresas no financieras cotizadas, así como la muy escasa apelación de éstas a la financiación mediante la emisión de acciones (mercado primario). En este sentido, analizamos en qué medida esa situación tradicional persiste, o por el contrario se están dando pasos hacia una más intensa utilización del mercado de capitales como forma de obtención de financiación por las empresas.

Ahora bien, no es la posibilidad de obtención de financiación la única —ni posiblemente la más importante— función que un desarrollado y eficiente mercado de capitales ofrece a las empresas. Con independencia de que el mercado primario (emisiones) se utilice o no para obtener financiación, el hecho de contar con

un líquido y eficiente mercado secundario para sus acciones proporciona un estándar de referencia no sólo ante posibles operaciones de fusiones/adquisiciones, sino también a efectos de estimar el coste de capital, tan relevante para las decisiones de inversión en la empresa, y, en última instancia, un *benchmark* para medir la calidad de la gestión. A dichos aspectos dedicamos una atención especial en el apartado III.2.

Finalmente, el epígrafe III.3 está dedicado a una dimensión adicional que los mercados de valores en general (no sólo los de renta variable) posibilitan a las empresas, cual es la de su utilización en la gestión de los riesgos incurridos en el negocio, tanto los de índole estrictamente financiera (tipos de interés, tipos de cambio) como los referentes a ciertos bienes activos físicos (*commodities*) cuyos precios pueden afectar a las empresas, bien en su vertiente de ingresos o bien en la de gastos. El enfoque que sugerimos en el análisis de dichos riesgos —y de su gestión en mercados financieros— es el de una consideración global que tenga en cuenta las interdependencias entre diferentes factores de riesgo, en aras de producir una posición global de riesgo en la empresa que, a su vez, pueda ser gestionada mediante la utilización de las posibilidades operativas que brindan los mercados de valores, especialmente en su segmento de mercados de instrumentos derivados.

II. EL MERCADO DE CAPITALES EN ESPAÑA

Profundidad, liquidez e integración internacional

Como hemos mencionado en la introducción, una de las principales bases sobre las que iba a asentarse el espectacular desarrollo del mercado español de capitales fue la entrada en vigor de la Ley 24/1988, y sus posteriores desarrollos reglamentarios. Entre los principales elementos de reforma del mercado que dicha Ley trajo consigo, cabe recordar, en primer lugar, la unificación del mercado español de valores, eliminando la tradicional fragmentación existente con anterioridad entre las cuatro bolsas tradicionales, cada una de las cuales con sus propios sistemas de contratación, compensación, liquidación, e incluso regulación. La interconexión de todas ellas, con una comunicación directa y en tiempo real, iba a permitir, al tiempo que se mantenía la identidad institucional de cada bolsa, una verdadera integración del mercado español de valores, lo que, a su vez, iba a redundar en un aumento de la liquidez y profundidad del mercado.

Éstas se iban a ver favorecidas también por el cambio radical que la reforma iba a producir sobre la denominada «microestructura» del mercado, con dos elementos fundamentales: la contratación continua, y la sustitución, como miembros del mercado, de los antiguos agentes de cambio y bolsa por sociedades y agencias de valores, con mayores exigencias de recursos financieros, como contrapartida a unas mucho mayores posibilidades de actuación en los mercados, tanto por cuenta ajena como propia, lo que, a su vez, iba también a redundar en una mu-

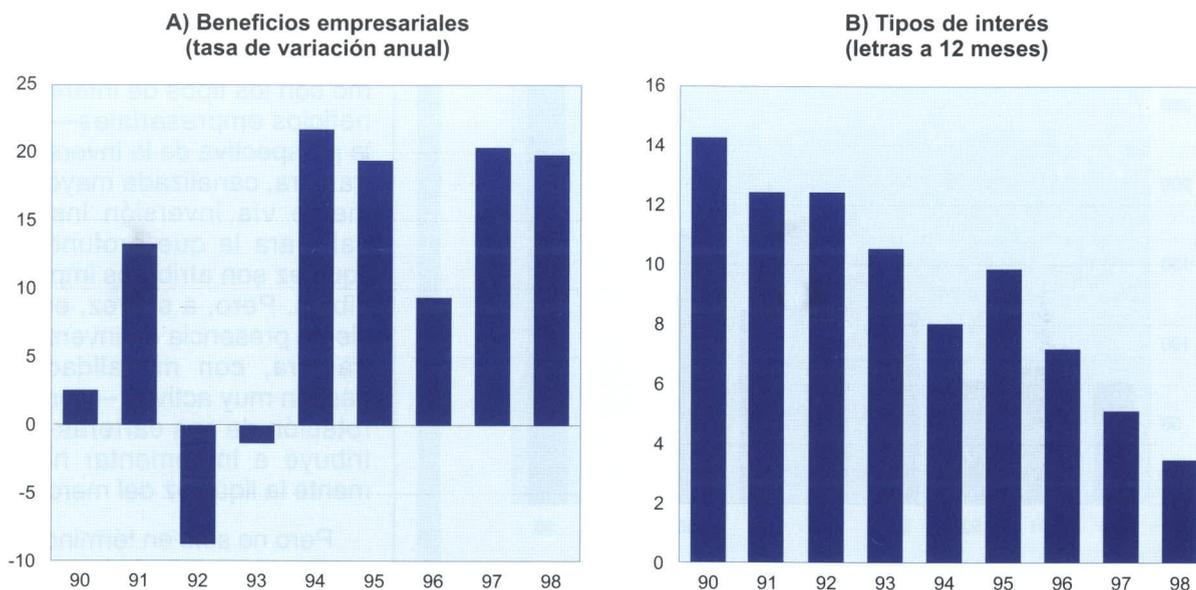
cho mayor competencia por nuevo negocio tanto por el lado de la oferta —salida de empresas a bolsa— como de la demanda —mayor presencia de inversores extranjeros, e institucionales—, con el consiguiente efecto dinamizador sobre los mercados de capitales en nuestro país.

A esas modificaciones institucionales, favorecedoras de un mayor protagonismo de los mercados de valores en nuestro país, se iba a añadir un contexto macroeconómico especialmente favorable a la valoración de las acciones, argumento sin duda alguna muy poderoso para provocar un intenso despertar del atractivo de la renta variable, tanto desde la perspectiva de los inversores, como de empresas potencialmente interesadas en salir a bolsa.

En este sentido, el gráfico 1 presenta la evolución, durante la década de los noventa, de los dos componentes más relevantes de la valoración de las acciones en el mercado español de capitales: los beneficios empresariales, y los tipos de interés. En el primer caso, se representa la variación interanual de los beneficios de las empresas cotizadas, y en el segundo, los tipos de interés —en media anual— de las letras del tesoro a un año.

La combinación de ambos factores ha sido extraordinariamente favorable a la valoración de las acciones: los beneficios empresariales, aunque con altibajos en unos y otros años, han registrado un crecimiento medio del 10 por 100 anual acumulativo durante toda la década. Y los tipos de interés, tras un inicio de década en altos niveles, y con considerable volatilidad, registran en los cinco últimos años un espectacular e ininterrumpido descenso desde niveles de dos dígitos hasta el entorno del 3 por 100 en la actualidad.

GRÁFICO 1
COMPONENTES DE LA VALORACIÓN DE LAS ACCIONES EN EL MERCADO ESPAÑOL



Ambos componentes explican el fuerte incremento de las cotizaciones de las acciones, tal como recoge el gráfico 2. Cien pesetas invertidas en acciones al inicio de la década valdrían hoy casi trescientas, lo que da una rentabilidad anual acumulativa de un 12 por 100. Ese registro sería mucho mayor si el periodo inversor se ciñe a la segunda mitad de la década, en cuyo caso la rentabilidad media anual se eleva a casi un 30 por 100.

En paralelo con el alza de los precios de las acciones, la capitalización de las sociedades cotizadas —indicador de la profundidad de un mercado de valores— ha registrado también una fuerte tendencia al alza; así, frente a los escasos 12 billones de pesetas de capitalización al inicio de la década, al cierre de 1998 aquélla superaba los 55 billones.

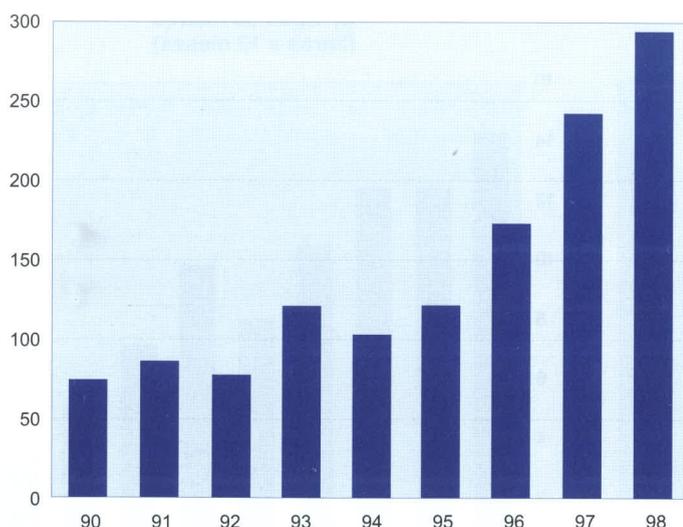
Para relativizar esas cifras, las hemos expresado en relación con el producto interior bruto (PIB), representando su evolución en el gráfico 3. De representar menos de un 25 por 100 del PIB al inicio de la década, el mercado español de capitales ha pasado a superar el 60 por 100.

En la parte B de dicho gráfico, presentamos, a modo de contraste, una comparación internacional de la profundidad relativa de los mercados de capitales, con datos a 1997. En ella se pone de manifiesto cómo el mercado español de renta variable ha alcanzado una profundidad relativa que incluso supera ligeramente al conjunto de los once países integrantes de la unión monetaria (Euro 11). Esa profundidad es algo mayor en Japón, y mucho mayor en Estados Unidos y el Reino Unido, sin duda los países con mayor tradición bursátil, cuyos mercados tienen una

profundidad del orden del 150 por 100 del producto interior bruto.

El otro gran indicador de la «mayoría de edad» de un mercado de capitales, la liquidez, también ha registrado un gran desarrollo en nuestro país. La contratación de acciones ha registrado un espectacular incremento, desde los poco más de tres billones anuales al inicio de la década hasta superar los 30 billones en 1998. Esos volúmenes efectivos de contratación se traducen en unos niveles de liquidez —contratación expresada en *ratio* sobre la capitalización— que ha crecido desde niveles por debajo del 30 por 100 durante la primera mitad de la década, hasta superar el 60 por 100 en 1998, como ilustra el gráfico 4. De nuevo, para tener una perspectiva de contraste internacional, en la parte B del gráfico 4 presentamos la *ratio* de liquidez anual

GRÁFICO 2
ÍNDICE DE PRECIOS DE LAS ACCIONES DESDE EL INICIO
DE LA DÉCADA (BASE 100 EN 1/1/1990)



—correspondiente a 1997— en los mercados de valores considerados más avanzados. Dicha comparación pone de manifiesto cómo el mercado español de capitales ha alcanzado unos niveles de liquidez similares a los de los mercados más desarrollados (Euro 11, Reino Unido, o incluso Estados Unidos), superando en dicho concepto al mercado japonés.

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. En este sentido, el gráfico 5 recoge la

evolución año a año, durante la presente década, de las compras y ventas realizadas por inversores extranjeros en el mercado bursátil español, así como el saldo neto resultante.

El fuerte crecimiento de la operativa extranjera en el mercado español en términos absolutos —multiplicándose por diez 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 1998 un 50 por 100 del volumen total de contratación en bolsa, frente a un 40 por 100 que representaba al inicio de la década de los noventa (1).

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

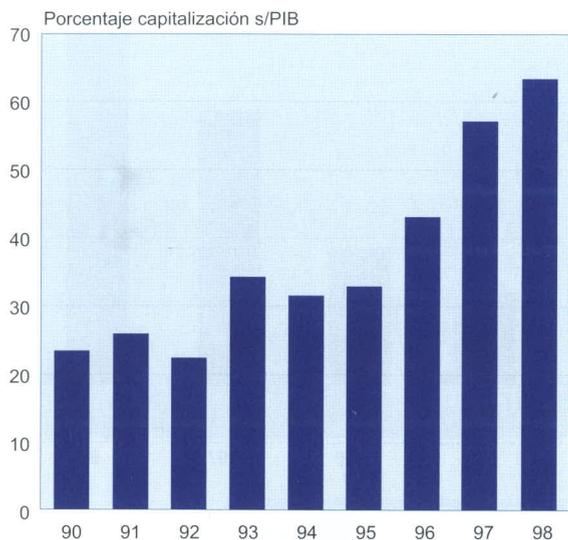
de profundidad y liquidez: éstas otorgan un mayor atractivo al mercado español —que se añade al ya mencionado atractivo para la inversión derivado de la convergencia en los parámetros fundamentales de valoración, como son los tipos de interés y beneficios empresariales— desde la perspectiva de la inversión 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— contribuye a incrementar notablemente la liquidez del mercado.

Pero no sólo en términos de liquidez ha resultado beneficiosa para el mercado español de capitales la presencia de inversión extranjera, sino también para el nivel general de precios en aquél, por cuanto el flujo neto de su operativa ha sido predominantemente positivo (comprador) durante toda la década salvo 1996 y 1997, como se desprende del anterior gráfico. Sobre la base de dichos saldos netos de inversión, podemos realizar una aproximación al valor actualizado que representan las tenencias de acciones por extranjeros, así como su peso sobre la capitalización total del mercado, como una dimensión alternativa de la internacionalización del mercado español de capitales.

Para estimar esa actualización, realizamos una aproximación consistente en suponer que el saldo neto de inversión extranjera se concreta en una diversificación similar a la del índice del mercado, por lo que es posible actualizar recursivamente el saldo acumulado y actualizado de acciones en poder de inversores extranjeros (SACEX) como:

GRÁFICO 3
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL RELATIVA A PIB

**A) Mercado español:
evolución histórica**



**B) Contraste con mercados
más desarrollados (1997)**

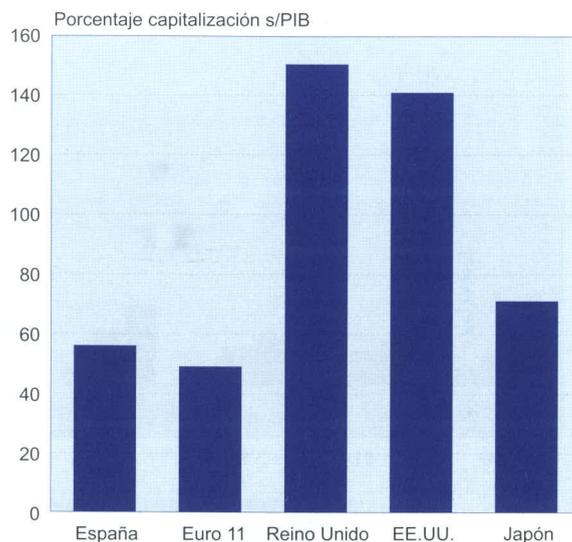
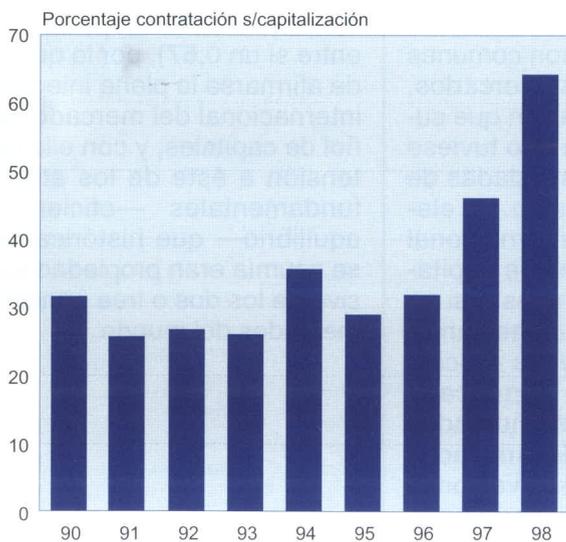


GRÁFICO 4
**LIQUIDEZ RELATIVA EN EL MERCADO BURSÁTIL
(CONTRATACIÓN COMO PORCENTAJE DE CAPITALIZACIÓN)**

**A) Mercado español:
evolución histórica**



**B) Contraste con mercados
más desarrollados (1997)**

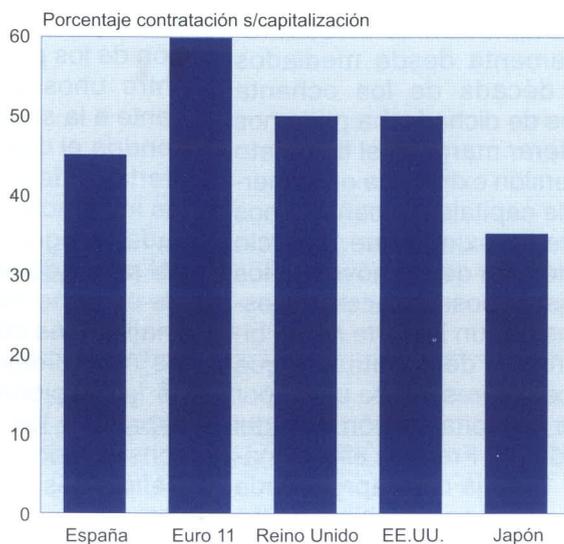
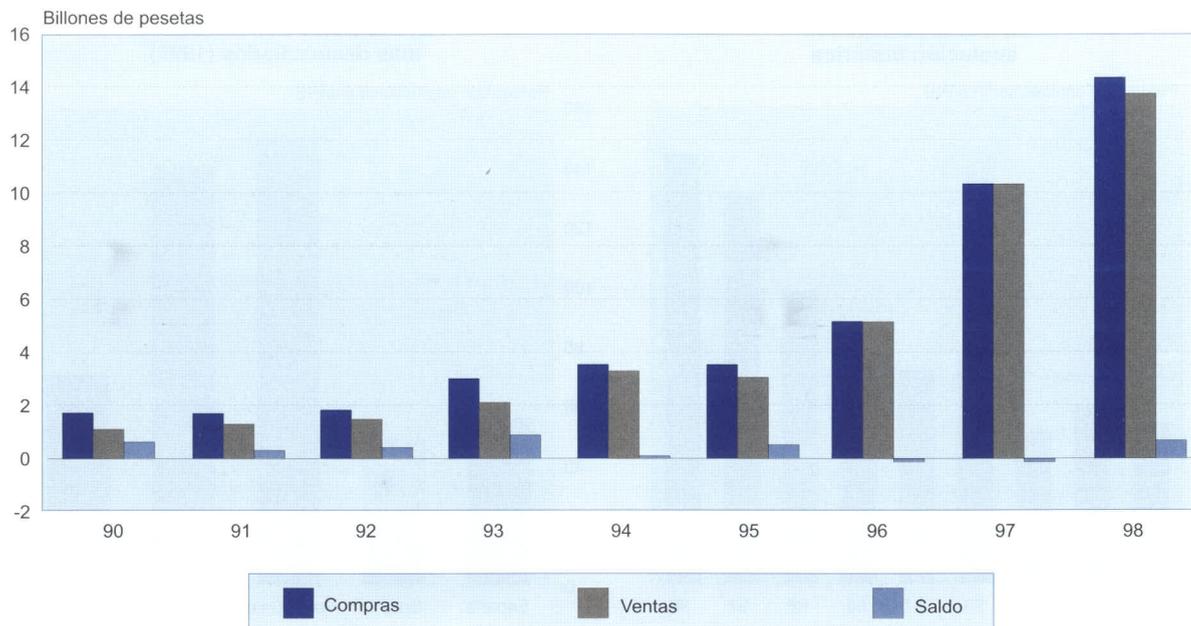


GRÁFICO 5
OPERATIVA EXTRANJERA EN EL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL



$$SACEX(t) = SACEX(t-1) *$$

$$* RENTIND(t) + SALDO_NETO(t)$$

donde RENTIND (t) sería la rentabilidad del índice general en el año t , y SALDO_NETO (t), la compra-venta neta por extranjeros en el año t .

La estimación de SACEX recursivamente desde mediados de la década de los ochenta —antes de dicha fecha podemos considerar marginal el flujo neto de inversión extranjera en el mercado de capitales español— nos permite aproximar que, al inicio de la década de los noventa, los extranjeros poseían acciones españolas por un importe de un billón y medio de pesetas, lo que entonces representaba un 12 por 100 de la capitalización total del mercado (2). Frente a ello, a finales de 1998 la cifra aproximada se elevaría a casi 15 billones, es decir más de un 25 por 100 de la capitalización del 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 a ésta como el grado en que los procesos de formación de los precios son comunes entre unos y otros mercados, 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. Con observaciones semanales, 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.

III. LA EMPRESA Y EL MERCADO DE CAPITALES

1. Fuente de financiación

Una vez aceptado que el mercado español de capitales ha alcanzado un grado de desarrollo, eficiencia y equilibrio similares a los más avanzados de la tierra, debemos plantearnos a continuación qué enseñanzas se derivan de ello para las empresas.

Las ventajas que tradicionalmente se han asociado a la cotización pública de las acciones de una empresa en los mercados de valores se refieren básicamente a tres aspectos de mercado carácter complementario:

- Facilitar la obtención de recursos propios externos.
- Permitir la apelación a un más amplio abanico de inversores.
- Otorgar un mayor atractivo a las acciones como consecuencia de la liquidez y, por tanto, posibilidad de desinversión.

Estas tres ventajas han recibido un considerable impulso en nuestro país en los últimos años con el desarrollo del mercado de valores, analizado en el aparta-

do anterior, especialmente en lo referente a liquidez del mercado, mucho más amplia base de inversores en el mismo y, en suma, capacidad de absorción de nuevas emisiones de recursos propios.

Junto a esos aspectos estructurales del mercado, no cabe duda de que también otorga un especial atractivo a la utilización del mercado de capitales como fuente de financiación el nivel de los precios de las acciones, medido no tanto en términos absolutos como relativos a los beneficios de la empresa, la conocida *ratio PER (price to earnings ratio)*. Dicho indicador de valoración relativa, que al inicio de la década de los noventa se hallaba en torno a 12, se encuentra al cierre de 1998 en torno a 24, nivel que incluso supera ligeramente al observado en los mercados de valores más desarrollados como Estados Unidos (PER medio de 22), Reino Unido o Alemania (PER medio de 20 en ambos).

La posibilidad de obtener recursos propios externos en unas condiciones tan favorables ha actuado como incentivo para apelar a la emisión de nuevas acciones en el mercado, especialmente en los dos últimos años, cuando la apelación total al mer-

cado ha duplicado a la realizada durante los primeros seis años de la década, como puede comprobarse en el cuadro n.º 1. Es cierto que el grueso de la apelación al mercado en estos dos últimos años ha sido realizada por el intenso programa de privatizaciones de empresas públicas, que ha permitido obtener casi 3,5 billones de pesetas, más del 90 por 100 del total de ofertas públicas de venta realizadas en el mercado español.

Pero precisamente esa constatación puede permitir una lectura alternativa altamente favorable a la utilización del mercado de valores como fuente de financiación para las empresas. Si éste ha sido capaz de absorber tal cantidad de acciones procedentes de privatizaciones sin afectar adversamente a los precios, sino todo lo contrario, es evidente que existe una amplia capacidad de absorción para colocaciones de acciones de nuevas empresas, máxime cuando es ya muy reducido el *stock* de acciones a colocar procedentes de privatizaciones.

En todo caso, sin menoscabo de que la más intensa actividad de apelación al mercado haya descansado en empresas públicas, es altamente significativo el

CUADRO N.º 1

FONDOS OBTENIDOS EN EL MERCADO ESPAÑOL DE VENTA VARIABLE

1990-1996: 2,2 billones pesetas
1997-1998: 4,5 billones pesetas

de los que:

Ampliaciones de capital 0,75 billones pesetas
Ofertas públicas de Venta: 3,75 billones pesetas

de los que:

Privatizaciones: 3,5 billones pesetas

hecho de que una veintena de empresas privadas hayan dado en los dos últimos años el salto hacia el mercado de valores, ayudando a romper la crítica tradicional según la cual el mercado español de valores se mantenía desmarcado del tejido productivo español, con casi única presencia de sectores financieros, y/o altamente regulados (energía y comunicaciones, fundamentalmente). Si bien es cierto que éstos continúan acaparando la mayor cuota de mercado, tanto en capitalización como en contratación, es altamente destacable ese «redescubrimiento» de los beneficios del mercado de valores por un significativo número de empresas que históricamente habían vivido al margen del mismo.

La experiencia de estas nuevas empresas cotizadas, que en general ha supuesto importantes revalorizaciones para quienes invirtieron en las mismas, puede constituir un efecto «imán» hacia nuevas empresas que se planteen la apelación al mercado, bien como fuente de financiación para acometer nuevos proyectos o, incluso cuando no es necesaria financiación adicional, como una forma de superar los problemas de sucesión y supervivencia empresarial que se plantean en numerosas empresas de ámbito familiar y/o de muy cerrada estructura de propiedad.

En este sentido, la realización de una oferta pública de venta de acciones suele llevar asociado un efecto imagen/publicidad que, junto con el hecho de incorporar a un elevado número de accionistas particulares, puede traducirse en un favorable efecto inducido para el propio negocio de la compañía, especialmente si la misma opera en sectores de consumo.

2. El precio de mercado como «señal»

La facilidad para apelar a nuevas fuentes de financiación no es la única función que un eficiente y desarrollado mercado de capitales puede aportar a las empresas. De hecho esa función la cumple muy esporádicamente —en la oferta pública de venta, en que habitualmente se materializa la salida al mercado, y en las poco frecuentes ocasiones en que la empresa lleva a cabo ampliaciones de capital—, y ello no sólo en el mercado español, sino en todos los mercados de valores más desarrollados, en los que el mercado primario es sumamente reducido en comparación con el secundario.

Es precisamente en la existencia de un mercado secundario líquido y eficiente donde cabe situar la principal aportación que el mercado de capitales puede realizar para las empresas: el contar permanentemente con un precio eficientemente formado, que se constituye en la más objetiva señal del valor de la compañía, en una perspectiva tanto estática como dinámica.

El hecho de que las acciones de una empresa tengan un precio libremente determinado en el mercado secundario, y además objeto de amplia y extensa difusión, ejerce un permanente efecto imagen y publicidad sobre las compañías cotizadas. Ahora bien, en la medida en que los precios pueden oscilar, esa publicidad puede ser adversa, si la evolución del precio de la acción es negativa, en términos tanto absolutos como relativos frente al resto del mercado. Por ello, dicho precio se erige en barómetro de la calidad de la gestión, y con ello en un elemento especialmente útil para incentivar que la gestión de la empresa se oriente

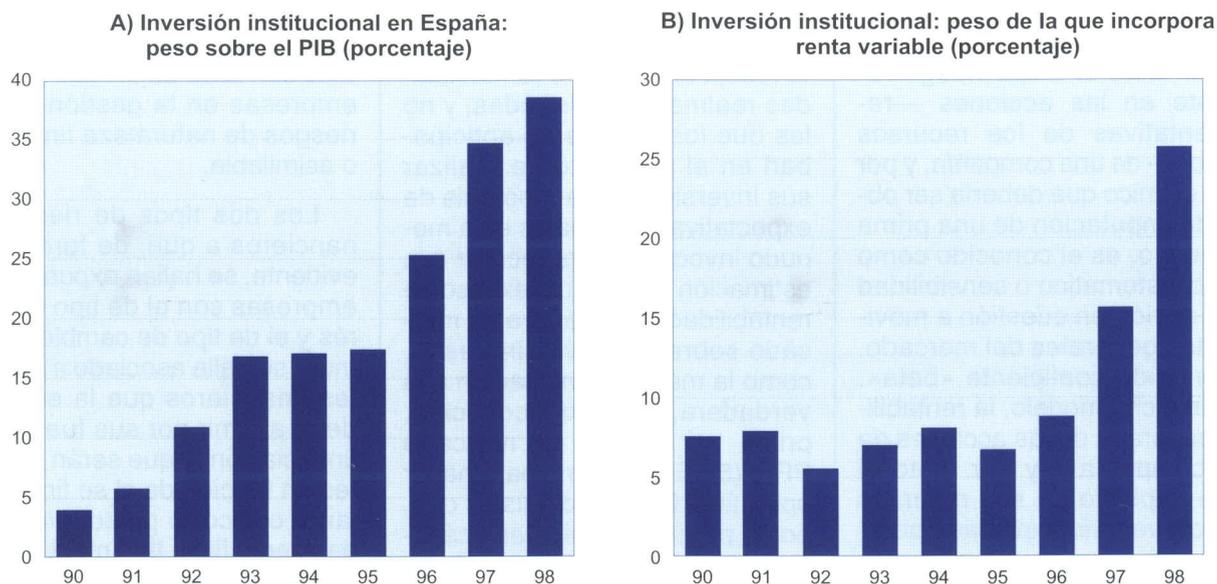
única y exclusivamente hacia la creación de valor para sus accionistas, aspecto éste especialmente necesario en un contexto de separación entre la propiedad y el control en la empresa. Dicho incentivo puede descansar tanto en una dirección positiva, cual es la utilización de componentes de retribución a la alta dirección directamente asociados al valor de la acción —o, más específicamente, a la creación de valor para el accionista—, como en una dirección negativa: la amenaza de una OPA hostil, con el subsiguiente reemplazo del equipo gestor, si el valor de las acciones cae como consecuencia de una gestión subóptima en la empresa. Esa función «disciplinadora» que el mercado secundario de valores puede ejercer sobre la gestión empresarial es tanto más efectiva cuanto más líquido y eficiente sea el mercado, por cuanto se posibilita más la toma de una participación (mediante la compra de acciones en el mercado secundario).

De igual manera, es convencionalmente asumido en la literatura financiera que una mayor presencia de inversores institucionales en el mercado de valores incrementa esa presión sobre los gestores de las compañías cotizadas para que su gestión se oriente única y exclusivamente a la maximización de valor (3). La razón para ello es que la inversión institucional puede ejercer una mucho mayor disciplina interna —en los propios órganos de administración de la compañía— que en el caso de un accionariado disperso entre inversores particulares.

En este sentido, también podemos afirmar que el mercado español de capitales ha avanzado considerablemente en esa dirección, como se ilustra en el gráfico 6, que muestra la evolución durante los últimos años de

GRÁFICO 6

EL DESPEGUE DE LA INVERSIÓN INSTITUCIONAL, Y SU ORIENTACIÓN HACIA LA RENTA VARIABLE



la inversión institucional en España, con especial consideración de la que incorpora renta variable entre sus objetivos inversores (4).

El auge de la inversión institucional en general se pone de manifiesto al constatar que ésta ha pasado de representar un 4 por 100 del PIB al inicio de los noventa a casi un 40 por 100 al término de 1998. Bien, pues de una tarta que ha crecido tan espectacularmente, la porción dirigida —en todo o en parte— a la inversión en acciones ha crecido desde un 7,5 por 100 al inicio de la década a más de un 25 por 100 en la actualidad. O, relativizada en otros términos, los más de 8 billones de pesetas de patrimonio en instituciones de inversión colectiva orientados total o parcialmente a la renta variable representan un 15 por 100 de la capitalización total del mercado de valores, cuando al inicio de la dé-

cada esa *ratio* escasamente superaba el 1 por 100. Sin duda alguna, al igual que concluíamos en el caso de la inversión extranjera, el creciente peso de la inversión institucional ha debido tener un favorable efecto autoalimentador con la liquidez del mercado, su eficiencia y, en suma, su capacidad para transmitir a las empresas una confianza en el mercado de valores, pero también una asunción por parte de éstas de la maximización del valor como el único objetivo de la gestión.

El comportamiento de los precios de las acciones puede ser utilizado también como «señal» en otros ámbitos de la empresa, entre los que cabe destacar la estimación de su coste de capital, que a su vez debe actuar como tasa de rentabilidad mínima exigible en los proyectos de inversión que la empresa se plantea.

En este sentido, es ampliamente asumido que el principal problema para la estimación del coste de capital de una empresa —entendido como coste medio ponderado de las diferentes fuentes de financiación con que ésta cuenta— se refiere a los recursos propios, que no tienen una remuneración explícita, como es el caso de los recursos ajenos, pero que indudablemente tienen un coste implícito, superior al de la deuda de la empresa en tanto en cuanto el riesgo financiero del instrumento (flexibilidad para la empresa) es mayor. La estimación del coste de los recursos propios descansa, por tanto, en la de la correspondiente prima por riesgo imputable a los mismos frente a la inversión sin riesgo.

En el caso de empresas cuyas acciones cotizan regularmente en mercados de valores, la teoría financiera ha desarrolla-

do un modelo de valoración de esas primas por riesgo, que ha sido ampliamente sometido a contrastes empíricos, con una aceptación bastante generalizada. Se trata del conocido como *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), según el cual, el único riesgo relevante en las acciones —representativas de los recursos propios— de una compañía, y por tanto el único que debería ser objeto de imputación de una prima por riesgo, es el conocido como riesgo sistemático o sensibilidad de la acción en cuestión a movimientos generales del mercado, el conocido coeficiente «beta». Según dicho modelo, la rentabilidad esperada de las acciones de una compañía *i*, y por tanto el coste implícito de sus recursos propios, vendría expresado por:

$$E(Ri) = Ro + \text{Beta}(i) * \text{PRm}$$

siendo:

Ro la rentabilidad de un activo financiero sin riesgo, que podría asimilarse en nuestro caso a las letras del Tesoro;

Beta (*i*), el coeficiente que mide la sensibilidad del título *i* a movimientos generales del mercado;

PRm, la prima de riesgo de mercado, entendida como el exceso de rentabilidad que, sobre el activo sin riesgo, se espera obtener de la inversión en renta variable con la máxima diversificación; es decir, sin considerar el riesgo específico de cada compañía, factor éste que sería capturado por el coeficiente «Beta (*i*)».

Si bien el modelo CAPM ha supuesto una considerable coherencia analítica, y sencillez en su interpretación, del tratamiento del riesgo en las decisiones de inversión, su aplicación práctica en una dimensión *ex-ante*, y especialmente a efectos de estimar el coste de los recursos propios de una compañía, o de actuar co-

mo tasa mínima exigible en el análisis de nuevas inversiones, continúa teniendo un problema con la prima por riesgo de mercado PRm. Ésta, por definición, no puede ser directamente observable en el mercado, pues éste refleja únicamente rentabilidades realmente registradas, y no las que los inversores anticipaban en el momento de realizar sus inversiones. La hipótesis de expectativas racionales es a menudo invocada, para recurrir a la estimación *ex-post* del exceso de rentabilidad de la cartera de mercado sobre el activo sin riesgo, como la mejor aproximación a la verdadera, pero desconocida, prima por riesgo de mercado PRm (5). El problema para hacer operativa dicha hipótesis es que, por la propia dinámica estocástica de las rentabilidades de la renta variable, el exceso de la misma sobre el activo sin riesgo en absoluto presenta una estabilidad *ex-post* que pueda servir como *proxy* estable para PRm. El valor estimado de ésta es altamente sensible al periodo temporal utilizado en su estimación, así como también al tipo de promedios a utilizar (6). En todo caso, parece existir un amplio consenso en que dicha estimación debe realizarse sobre muy largos periodos temporales, al objeto de alisar las oscilaciones que en periodos cortos presenta su valor *ex-post*. Entre los participantes en mercado está ampliamente extendida la utilización de una ventana entre 4 por 100 y 6 por 100 para la prima por riesgo de mercado.

3. Los mercados de capitales y la gestión de riesgos por las empresas

Hasta aquí hemos analizado diferentes funciones de los mercados de capitales que pueden

ser útiles para las empresas, pero siempre desde la perspectiva de mercados de renta variable en los que la empresa en cuestión tiene sus acciones cotizando (7). Esta dimensión de los mercados de valores debe ser complementada con la de su utilidad para las empresas en la gestión de sus riesgos de naturaleza financiera o asimilable.

Los dos tipos de riesgos financieros a que, de forma más evidente, se hallan expuestas las empresas son el de tipo de interés y el de tipo de cambio. El primero se halla asociado a los costes financieros que la empresa debe asumir por sus fuentes de financiación, y que serán diferentes en función de si se financia a largo o a corto plazo, y/o a tipo de interés fijo o flotante. La exposición de la empresa a fluctuaciones en los tipos de interés es diferente según cuál sea la dimensión de riesgo en que se está interesado. Así, por ejemplo, si la prioridad es la cuenta de resultados de un determinado período —típicamente un ejercicio anual—, la empresa incurre en riesgo de tipo de interés si se financia a tipo flotante, pero no si se financia a tipo fijo —con período de fijación del tipo superior al ejercicio anual—, por cuanto el coste financiero a aflorar durante el ejercicio en cuestión no se verá afectado por alteraciones en los tipos de interés de mercado. Por el contrario, si el riesgo de interés se pretende medir en términos de cómo afecta al valor de mercado de una compañía —o, más exactamente, al valor de mercado de su deuda—, ésta incurre en riesgo de interés si la deuda es a tipo fijo, pero no si es a tipo flotante con periodos muy cortos de renovación del tipo. La razón no es otra que el coste de oportunidad implícito en la deuda de la empresa, frente a los tipos de mercado: una deuda a ti-

po flotante a muy corto plazo no incurre en coste de oportunidad, pues sus tipos de interés siempre están «en mercado»; por el contrario, una deuda a largo plazo y a tipo fijo corre el riesgo de quedarse «fuera de mercado» e incurrir en un coste/valor de oportunidad para la empresa si los tipos de interés de mercado bajan/suben.

Sea cual sea la dimensión temporal de riesgo a que la empresa asigna una mayor importancia —cuenta de resultados del ejercicio o valor de mercado de la deuda—, los mercados financieros ofrecen varias posibilidades operativas para que una empresa pueda modificar el nivel de riesgo de interés que desea asumir; esas posibilidades descansan en la operativa con instrumentos derivados, entre los que cabe distinguir los *swaps*, los contratos de futuros y la operativa con opciones. Los primeros permiten canjear corrientes de pagos de intereses a tipo fijo por corrientes a tipo flotante, o viceversa; los segundos permiten fijar anticipadamente el tipo de interés a que se presta o se toma prestado, y las opciones permiten, a cambio de pagar una prima por ello, establecer límites máximos en los tipos de interés a pagar o mínimos en los tipos de interés a cobrar, o una combinación de ambos. El amplio desarrollo alcanzado por los tres tipos de instrumentos en nuestro país —los *swaps*, en una operativa interbancaria, al margen de mercados organizados; los futuros y opciones tanto en mercados organizados como no organizados— permiten a las empresas una gestión activa de su riesgo de tipo de interés, tanto en moneda local (8) como en cualquier otra divisa en la que puedan tener denominada su financiación.

Esto nos lleva a reflexionar sobre el otro gran riesgo financie-

ro presente en las empresas, y susceptible de gestionarse con la operativa en mercados, cual es el riesgo de tipo de cambio. De forma explícita, éste está presente en aquellas empresas que caen en alguna de las tres categorías siguientes:

- Llevan a cabo operaciones de importación o exportación denominadas en moneda extranjera.
- Tienen una naturaleza multinacional o poseen activos en países con moneda diferente de la nuestra.
- Tienen deudas denominadas en moneda extranjera.

En cualquiera de esas tres categorías, las empresas incurren explícitamente en riesgo de cambio: en el riesgo de que sus derechos de cobro —si se trata de una empresa exportadora, o una que posee activos en el exterior— se vean reducidos como consecuencia de una depreciación de la moneda en que dichos derechos están denominados; o en el riesgo de que sus obligaciones de pago —si se trata de una empresa importadora, o una que tiene deudas denominadas en moneda extranjera— se vean incrementadas como consecuencia de una apreciación de la moneda en que dichas obligaciones están denominadas.

Al igual que con el riesgo de interés, el riesgo de cambio en una empresa puede ser objeto de una activa gestión mediante la compra o venta de divisas a plazo, o mediante la adquisición de opciones de compra o de venta. El extraordinario desarrollo alcanzado por los mercados derivados en divisas —tanto en su segmento organizado como en el no organizado— permiten esa operativa a las empresas en condiciones de gran liquidez y transparencia de precios.

Queremos anotar, en todo caso, que el riesgo de cambio puede tener también una presencia implícita que afecte a una empresa aunque ésta no importe, ni exporte, ni tenga activos o pasivos denominados en moneda extranjera. Esa exposición implícita al riesgo de cambio aparece cuando una empresa opera en una actividad en la que bien en su mercado de productos, o bien en el de sus principales componentes de coste, la competencia externa ejerce una presión sobre los precios en función del tipo de cambio de la moneda local respecto de las monedas extranjeras que dominan en los mercados internacionales de los productos en cuestión (9).

Esta reflexión nos lleva, a su vez, a la de un tipo de riesgo que no es estrictamente financiero, pero que puede ser también objeto de una gestión activa mediante la operativa en ciertos mercados financieros: el riesgo de precio de ciertos bienes o mercancías, al que algunas empresas son altamente sensibles, bien en su estructura de precios o de costes. El petróleo, otras materias primas minerales —cobre, carbón, etc.—, pero también productos de naturaleza vegetal —soja, maíz, etc.—, son ejemplos de productos cuyos precios, sometidos a considerables oscilaciones en los mercados internacionales, pueden afectar a la estructura de costes, o en algunos casos precios, de las empresas. Muchos de esos productos cuentan con bien desarrollados y eficientes mercados de derivados en los que sus precios pueden ser objeto de contratación a futuro, o en opciones, y ser por tanto susceptibles de utilizarse en la gestión activa del riesgo de precio de los productos en cuestión. Esos riesgos están ahí, en todo caso, y la empresa puede optar por asumirlos, o alterarlos

mediante la operativa en mercado financieros; pero no por no hacer nada al respecto puede pretender que no está expuesta a ellos.

Ésta es, en suma, la principal enseñanza que las empresas deben extraer de unos mercados financieros que, al hilo de un intensísimo proceso de liberalización, generalización de su utilización y, en suma, eliminación de barreras segmentadoras entre unos y otros mercados —tanto internacionalmente como entre diferentes segmentos dentro de un mismo país—, se erigen en un necesario punto de referencia en la gestión de riesgos financieros en las empresas, riesgos que, a su vez, van adquiriendo una importancia creciente en la capacidad de la empresa para generar excedente, en la medida en que las fuerzas de la competencia presionan a la baja los márgenes de explotación y, por tanto, incrementan la sensibilidad a los riesgos financieros.

Queremos, en este sentido, aportar algunos elementos empíricos para ilustrar esa idea de creciente integración entre las diferentes fuentes de riesgos financieros. Ya en el apartado II argumentábamos cómo los precios de las acciones en el mercado bursátil español registraban unas elevadas correlaciones con los principales mercados bursátiles internacionales, lo que incidía en la idea de un mercado español de capitales integrado internacionalmente.

Un análisis de correlación similar, llevado a cabo con observaciones semanales durante los últimos cinco años, nos muestra otra interesante dimensión de la integración entre mercados. Como puede comprobarse en el cuadro n.º 2, los precios de las acciones en la bolsa española registran una relación altamente

CUADRO N.º 2

ÍNDICE DE LA BOLSA DE MADRID

Correlaciones con:

TIPOS DE INTERÉS DE LA PESETA:	
A corto plazo (12 meses):	-0,14
A largo plazo (10 años):	-0,26
TIPOS DE CAMBIO:	
Peseta / dólar:	0,16
Marco / dólar:	0,26
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS:	
Índice CRB:	0,11

significativa con variables como los tipos de interés, tanto cortos como largos (relación inversa); con el tipo de cambio del dólar frente a la peseta o el marco (relación positiva), y con los precios de las materias primas (relación positiva). Todas esas correlaciones son estadísticamente significativas, y recogen, en suma, el efecto de unas fuerzas de oferta y demanda en los diferentes mercados que difícilmente pueden hacer abstracción de los precios relativos entre unos y otros activos, dada la total permeabilidad de los flujos financieros entre mercados y/o monedas y/o países.

Una clara conclusión para las empresas emerge de esa consideración integrada de los diferentes mercados bursátiles, de tipos de interés, de tipos de cambio y de materias primas: que los riesgos financieros anteriormente descritos, y susceptibles de ser gestionados cada uno en su correspondiente mercado derivado, guardan estrechas relaciones entre sí, por lo que probablemente sea subóptima una estrategia separada de medición y gestión de riesgos para cada tipo de éstos. Antes bien, esas relaciones existentes entre los precios de unas y otras fuentes de riesgos en la empresa aconseja-

rían que ésta adopte una perspectiva integrada en la medición de sus riesgos financieros y, en suma, de la gestión de éstos frente a los mercados financieros.

NOTAS

(1) Utilizamos el promedio entre compras y ventas, y no la suma de ambas, pues en tal caso debería relativizarse contra dos veces el volumen de contratación, pues por cada operación contratada hay un comprador y un vendedor.

(2) El punto de arranque para dicha estimación hacia adelante lo tomamos de BERGES-SORIA (1994), «La inversión extranjera de cartera en España: un análisis empírico», *Cuadernos Aragoneses de Economía*, vol. 4, número 1, págs. 51-64.

(3) El documento de la OCDE (1998), «The impact of institutional investors on OECD financial markets», incluye un excelente análisis de en qué medida la creciente presencia de la inversión institucional está ejerciendo una presión sobre el gobierno de las empresas (*corporate governance*) para que éste se oriente a la creación de valor para el accionista.

(4) Como tal consideramos los FIM de renta variable, renta variable mixta, renta fija mixta, y los fondos garantizados de renta variable.

(5) Según dicha hipótesis, en la medida en que todos los inversores se comportan racionalmente de acuerdo con sus expectativas, la distribución estadística de las rentabilidades realmente ocurridas *ex-post* coincide con la distribución que *ex-ante* anticipaban los inversores.

(6) En un exhaustivo estudio empírico referido a la Bolsa de Madrid, CALZADA-GARCÍA-GARRIDO (1997), «Renta fija y renta variable: un análisis comparativo», revista *Bolsa de Madrid*, n.º 56, junio 1997, ilustran la extraordinaria sensibilidad de la prima por ries-

go al horizonte temporal utilizado para la estimación. En su comentario al artículo de estos autores en el mismo número de la revista, FERNÁNDEZ-VALBUENA (1997) ilustra también el amplio rango de valores estimados para PRm en diferentes países sobre un largo período temporal.

(7) Esta afirmación es sólo parcialmente cierta, pues, por ejemplo, una empresa no cotizada puede utilizar el CAPM para estimar su coste de capital siempre y cuando pueda identificar en el mercado empresas de su

sector cuyos «betas» puedan ser tomados como representativos del riesgo sistemático aplicable a la empresa en cuestión.

(8) Si bien es cierto que, al hilo de la convergencia de nuestro país con los restantes que han formado parte de la unión monetaria, tanto el nivel de tipos de interés como la volatilidad de éstos, se ha reducido fuertemente en los últimos años.

(9) Considérese como ejemplo una empresa que fabrica automóviles para el mer-

cado local, por lo que sus ventas son en moneda local, es decir, sin riesgo de cambio explícito. En la medida en que varios países altamente competitivos en el mercado internacional del automóvil —Corea, Japón, Brasil— han depreciado fuertemente sus monedas, ello ejerce una fuerte presión a la baja sobre los precios interiores a que nuestra empresa va a poder vender en el mercado local. Se halla implícitamente expuesta, por tanto, al riesgo de cambio de las monedas de los países competidores.

Resumen

Tras analizar, en primer lugar, el desarrollo alcanzado por el mercado español de capitales, hacia una mayor profundidad, liquidez e integración con los mercados más desarrollados, el artículo desarrolla las funciones que un mercado semejante puede aportar a las empresas, profundizando sobre tres categorías principales: la aportación de fuentes de financiación; una «señal» para la orientación de la gestión al valor, y la posibilidad de gestión de riesgos financieros.

Palabras clave: mercado de capitales, financiación de empresas, gestión de riesgos.

Abstract

After examining, first of all, the progress made by the Spanish capital market towards greater depth, liquidity and integration into the more highly developed markets, the article outlines the functions that such a market performs for companies, analyzing in depth three main categories: contribution of sources of financing; a «signal» for value management guidance; and the possibility of financial risk management.

Key words: capital market, company financing, risk management.

JEL classification: G30.