

Desde la bolsa y desde la CNMV, Blas Calzada ha vivido como protagonista los avatares de los mercados y el desarrollo de la inversión en España. Ahora, sin condicionantes de cargos, habla sobre los temas candentes.

## Reflexiones de un ex supervisor del mercado

Escribe Gonzalo Fernández



Blas Calzada, ex presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

**El problema de las simcav** y Hacienda, la concentración de los mercados financieros, la venta de fondos garantizados o la inversión en bolsa. Son algunas de las cuestiones que Blas Calzada, ex director del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid y ex presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores respondió hace un par de semanas en la VII edición del Foro Rosales. Esta reunión, ya tradicional en el sector financiero español y organizada por la firma Capital@Work, reúne periódicamente a destacados miembros del mundo de la inversión para debatir sobre los problemas que afectan al negocio en un ambiente distendido y relajado. En esta ocasión, el invitado fue Blas Calzada, ex presidente de la CNMV. Estas son sus reflexiones sobre diez temas de actualidad en el panorama financiero español.

**1. "Si se estableciera un impuesto sobre la heroína, ¿cuánta gente tributaría?".** Calzada es muy gráfico al tratar uno de los temas que más preocupación generó entre los participantes en el Foro Rosales: la posibilidad de que un endurecimiento de las condiciones exigidas a las sociedades de inversión (simcav) —un producto en ocasiones usado por grandes inversores para gestionar su cartera— pueda provocar una huida del dinero a otros países. Aunque reconoce que decir que las simcav son ahorro colectivo puede resultar en algunos casos "exagerado", advierte que si se presiona, el dinero se irá a Luxemburgo. En su opinión, esto no significaría que el inversor deje de invertir en valores españoles, "ya que se pueden comprar telefónicas desde Luxemburgo", pero sí supondría que las comisiones de intermediación se irán de España.

**2. "No sé si habrá reglamento de fondos de inversión hasta el siglo XXII".** El ex presidente de la CNMV ironizó sobre el retraso que está teniendo el reglamento de los fondos de inversión. Sobre una de las novedades del texto, la creación de sicav por compartimentos —con un mínimo de 480.000 euros y 20 inversores—, reconoce que podría ir en contra de la ley de Sociedades Anónimas. Según algunos despachos de abogados, la creación de diferentes compartimentos en una sociedad de inversión contradice uno de los principios rectores del capital social: el principio de unidad del capital, por el cual el capital es único. No obstante, para Calzada, esta figura verá la luz, "al venir impuesta por una directiva comunitaria".

**3. "Con los fondos garantizados no pierdes, pero tampoco ganas. Al final, te dedicas a pagar comi-**

**siones".** El ex supervisor hizo referencia a las campañas en torno a los fondos garantizados que han realizado las grandes entidades en los últimos años. En este tema, criticó el momento en que se lanzaron las campañas: "Tiene sentido pagar una garantía cuando la bolsa está alta, por el mayor riesgo de caída. Pero no cuando el mercado está en mínimos. No con el Ibex en 6.000 puntos, donde el potencial de subida era mucho mayor que el riesgo de descensos".

**4. "Al asesor financiero no se le debe dejar el dinero. Que se limite a asesorar, pero que el dinero esté en un banco".** Su recomendación es tajante para evitar fraudes y problemas porque el ase-

“ Definir las simcav como ahorro colectivo puede ser en ocasiones exagerado”

esor se escape con el dinero. En este sentido, recordó los casos de *chiringuitos financieros* en la Costa del Sol que prometían a los jubilados extranjeros una alta renta mensual y que huían a los dos meses.

La figura de los asesores independientes, popular en otros países pero sin presencia en España, generó gran interés entre los participantes en el debate. El ex presidente del organismo supervisor fue cauto. En caso de que se desarrollara esta figura en España, "la CNMV debería delegar las funciones de supervisión en alguien", por el trabajo que conlleva. Incluso, reconoció que en un país como Reino Unido, donde estos agentes han tenido su mayor desarrollo, el supervisor británico (FSA) "no es capaz de vigilarlo todo".

**5. "Es caro para una entidad te-**

**ner un sistema de asesoramiento. Pero más caro es pagar a los abogados por las reclamaciones recibidas de un mal asesoramiento al cliente".** Calzada reconoció la necesidad de que los bancos inviertan en formación de sus redes comerciales para que éstas ofrezcan un buen asesoramiento.

**6. "Al final, se definirá una banda para que el cambio dólar/euro oscile un 10% arriba o abajo, reajustando periódicamente esa banda".** La volatilidad del euro también fue objeto de debate. Calzada cree que es un error dejar toda la credibilidad del euro en manos de lo que hace el Banco Central Europeo: "Es una estrategia que puede traer complicaciones". En su

“ Con los fondos garantizados no pierdes, pero tampoco ganas; sólo pagas comisiones”

opinión, la fuerte volatilidad de estas monedas se debe a que "cada vez más divisas se pegan a ellas". Esto crea inestabilidad, ya que cada vez más bancos centrales tienen que intervenir con operaciones con estas dos divisas, provocando compras y ventas de las mismas. Calzada cree que "esta inestabilidad fundamental de las monedas es un problema serio".

**7. "Mientras la bolsa portuguesa desapareció y la contratación en la mayoría cayó un 40% ó 50% desde 2000, el negocio en la bolsa española sólo se redujo un 10%".** El director del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, destacó la fortaleza del mercado español en la crisis bursátil de los últimos años. "Ha funcionado mejor que el resto, excepto la de Londres que, como siempre, lo sabe ha-

cer bien", revelando su predilección por el mercado anglosajón.

**8. "Las familias españolas deberán invertir en bolsas internacionales. Este será uno de los retos para el sector financiero español".** Calzada lo tiene claro: si el 40% de las acciones de la bolsa española está en manos de extranjeros, el particular tiene poco donde invertir y deberá mirar al exterior. Destaca la "anómala" situación del mercado español, donde la renta fija la tienen los fondos de inversión y la renta variable, los particulares, frente a otros países en los que las acciones son propiedad de los fondos.

También cree que la titulación —emisión de bonos que tienen como garantía derechos futuros, como los pagos de las cuotas de los créditos hipotecarios— es la mejor vía de crecimiento para la renta fija. Una tendencia que, en su opinión, la banca española puede trasladar a Latinoamérica, donde podrían titular hasta los avales internacionales concedidos a determinados países.

**9. "Tras ser la bolsa que quiso comerse Europa, ahora ve cómo su presidente, Werner Seifert, y Rolf Breuer, ex presidente de Deutsche Bank (y presidente del consejo de vigilancia de la bolsa germana), se van a la calle".** Calzada echa leña sobre el difícil momento de la bolsa alemana, que intentó liderar hace unos años el proceso de integración de las bolsas europeas. En su opinión, las diferencias de legislación, de los sistemas bancarios, del funcionamiento de las bolsas y de los sistemas de compensación y liquidación de valores han sido los principales culpables para frenar el proceso de integración.

**10. "Si la industria de valores española no sale al exterior, se quedará como una filial de los grandes grupos internacionales".** El ex presidente de la CNMV resalta la lucha que se está produciendo entre las entidades para lograr un negocio paneuropeo. La vía más rápida para conseguirlo es la compra de clientes en el exterior, a través de la adquisición de otras entidades. Blas Calzada cree que las firmas españolas sólo han puesto en práctica esta estrategia en Latinoamérica y su presencia en Europa es todavía escasa, a diferencia de los extranjeros que han desembarcado en España comprando redes comerciales con clientes. En su opinión, si las firmas internacionales terminan controlando el negocio bursátil en España se creará una elevada dependencia del exterior: "Si las cosas van mal en la matriz francesa, la filial española lo puede terminar pagando".

NUEVO MÁXIMO EN BOLSA

### Brasil pide más información a OHL para autorizar la OPV de su filial

EDUARTE/BBVA

La Comisión de Valores Mobiliarios, la CNMV de Brasil, ha devuelto a OHL el folleto enviado por la constructora el pasado 16 de mayo para sacar OHL Brasil a bolsa por "falta de documentación", según fuentes del organismo supervisor.

Sin embargo, la compañía y los bancos asesores —Unibanco y Citigroup— ya han enviado la nueva documentación requerida. De esta manera, la filial de la compañía presidida por Juan Miguel Villar Mir mantiene el interés por salir a cotizar. Sus actividades en el país sudamericano representan una cartera de pedidos por 2.677 millones de euros, un 16,26% de la cartera total del grupo.

La compañía insiste en no hacer comentarios sobre el estado del proceso de salida a bolsa. Entre tanto, sus títulos se revalorizaron ayer otro 4,06% hasta llegar a 11,03 euros, la cota más alta desde comienzos de 1999. Desde el 16 de mayo, cuando OHL Brasil inscribió ante la CVM la documentación de la OPV, las acciones en la Bolsa de Madrid han subido un 33%. En la sesión de ayer, las especulaciones sobre movimientos corporativos con otras compañías del sector ayudaron además a impulsar el valor. En consecuencia, el descuento con el que históricamente cotizaba OHL ha desaparecido. Según Bloomberg, la compañía que preside Juan Miguel Villar Mir cerró ayer con un PER (precio por acción/beneficio por acción) de 13,55 veces, mientras que Ferrovial cerró a 13,06 veces y Sacyr a 10,32 veces (Ver página 21).

### Breves

#### Fondo garantizado con liquidez diaria de BBVA

BBVA ha lanzado un fondo garantizado referenciado al 100% del rendimiento medio mensual del Ibex 35 y que ofrece liquidez diaria sin ninguna penalización.

#### Natra pagará dividendo

El consejo de administración de Natra aprobó ayer el reparto de un dividendo de seis céntimos de euro por acción.

#### UBS gana premio como mejor firma de análisis

El banco suizo ha sido reconocido como la primera firma de análisis de acciones europeas según la consultora Thomson Estel.

#### Zardoya Otis paga dividendo

El fabricante de ascensores y escaleras mecánicas pagará hoy un dividendo de 0,145 euros brutos por acción.