

Nuevas alternativas financieras para las empresas de Latibex

JESÚS GONZÁLEZ NIETO-MÁRQUEZ*

Director de Coordinación de Latibex

1. EL PROBLEMA DE LA FINANCIACIÓN

DE LAS EMPRESAS LATINOAMERICANAS

Resulta evidente que la financiación de las empresas y, en particular, su acceso al mercado de capitales son un elemento condicionante clave en su proceso de crecimiento y, por ende, en el crecimiento de la economía en la que se integran. La tendencia a la internacionalización de las fuentes de financiación ha abierto nuevas puertas al crecimiento de muchas empresas pero, desgraciadamente, estas mismas puertas se han cerrado para otras.

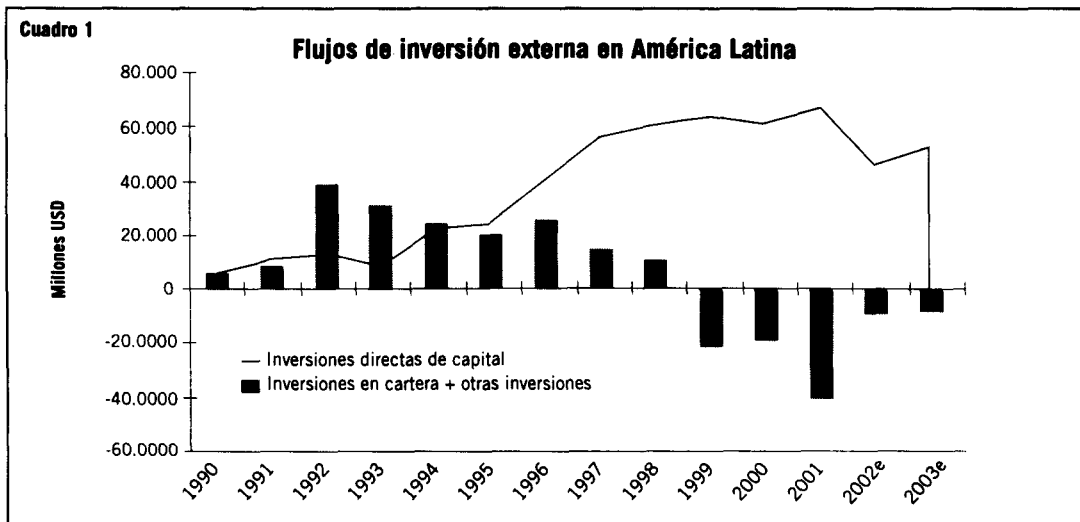
En América Latina el problema de la financiación es el que más preocupa a las empresas de la región. La complicación para encontrar líneas de crédito en las entidades bancarias se agrava por la dificultad que experimentan al acceder a los mercados de capitales. De hecho, en la última década, se ha venido generando un círculo vicioso en el que las empresas latinoamericanas acceden poco a los mercados de capitales locales y, a su vez, estos van perdiendo tamaño por la falta de productos financieros que negociar, lo que además va restando atractivo para que las empresas acudan a los mismos, volviendo así al principio del círculo. Salir a buscar financiación a los mercados de capitales internacionales, por definición, parece reserva-

do sólo a un pequeño grupo de grandes empresas, con lo cual la gran mayoría de las empresas de América Latina se enfrentan a un problema estructural de difícil solución.

De hecho, según una encuesta publicada en 2001 por el Banco Mundial, las empresas latinoamericanas consideran que el principal obstáculo para su desarrollo es la financiación. Un tercio de las empresas lo creía así, considerándolo muy por encima de otras barreras como los impuestos, las regulaciones o la inestabilidad política.

Si analizamos los flujos de capital recibidos por América Latina desde 1990, podemos observar, a partir de mediados de la década, un notable incremento, impulsado por la inversión extranjera directa, sobre todo procedente de España y Estados Unidos. De 1994 a 2001, estas inversiones se triplican, pasando de 22.800 millones de dólares a 67.200, según el Banco Mundial.

Las estimaciones de este organismo sitúan el punto de inflexión en el 2001 y anuncian una fuerte caída en este ejercicio 2002. Esto coincide con las numerosas noticias de paralización o al menos ralentización, del ritmo de la inversión de las grandes empresas españolas y norteamericanas en



América Latina. La grave crisis de Argentina y la situación de incertidumbre que atraviesa Brasil desde mediados de 2002, no hacen sino confirmar esta tendencia de contracción de la inversión.

Si excluimos los flujos de inversión extranjera directa, las principales fuentes de capital exterior hacia la región, es decir, inversiones de cartera y otras inversiones, han seguido una pauta diferente en los últimos años. En los primeros años 90, los inversores internacionales —y entre ellos los europeos— mostraron un creciente interés por Latinoamérica. Las reformas liberalizadoras de las economías de la región y la mayor estabilidad política de sus gobiernos, condujeron a la mayoría de estos países a importantes sendas de crecimiento. Esto aseguró un espacio a los grandes valores cotizados latinoamericanos en las carteras de inversión de los fondos de inversión internacionales.

Así, los inversores institucionales, durante la primera mitad de los años 90, aportaron fondos que llegaron hasta los 40.000 millones de dólares anuales en 1992. Sin embargo, comenzaron a in-

vertir menos en la segunda mitad y, a partir de 1999, han retirado claramente sus posiciones de la región. Esta tendencia ha tenido su máximo exponente el año 2001, en el que se han retirado unos 40.000 millones de dólares de la región. (Cuadro 1)

Volviendo a la inversión de cartera en valores latinoamericanos, un análisis más detallado permite comprobar que el volumen de inversión europea en estos valores era, si consideramos el volumen de inversión total de los fondos europeos, proporcionalmente inferior a la norteamericana.

Las causas de esta situación las atribuimos a varios factores: por un lado a la escasa información sobre la situación económica de los mercados de la región y, sobre todo, sobre sus principales compañías y, por otro, a la barrera de entrada que supone el coste de acceder a distintos mercados, con diversas operativas, legislaciones y divisas.

Estos problemas ya los habían advertido las bolsas de EE.UU. y aprovecharon para abrir una

nueva área de negocio, al admitir a cotización valores extranjeros por medio de la figura del ADR (*American Depositary Receipt*). Este sistema logró acercar al inversor norteamericano nuevos valores negociables y, con ello, aumentar el volumen de inversión de los norteamericanos en valores extranjeros.

Otra característica de los grandes flujos de inversión hacia Latinoamérica de los años 90, tanto directa como de cartera, es su alta concentración en un puñado de países, de los que destacan Brasil y México por sus magnitudes y por el atractivo que han tenido para el inversor internacional

En resumen, aunque la inversión extranjera directa ha compensado con creces la retirada de los inversores de cartera de América Latina en los últimos cuatro años, esto no debe ocultarnos el problema estructural con el que conviven las empresas de la región: la dificultad de financiarse y de acceder a los mercados de capitales locales y más aún internacionales. Esta dificultad se acentúa en las economías más pequeñas y con carácter general, puede afirmarse que su presencia entre los inversores europeos es muy escasa.

2. EL MERCADO EUROPEO DE CAPITALES:

HERRAMIENTA DE EXPANSIÓN DE SUS EMPRESAS

En contraste con lo expuesto en el punto anterior, la disponibilidad de fondos para las empresas en Europa, proporcional al tamaño del mercado de capitales, ha crecido de modo espectacular en los últimos diez años. Los activos manejados por los fondos de inversión se han multiplicado por siete, alcanzando en 2001 los 3,6 billones (millones de millones) de euros¹. Algo similar ha sucedido con los fondos de pensiones, que manejan una cifra parecida.

Estas cantidades suponen una cuarta parte de los activos gestionados por los inversores institucio-

nales de todo el mundo. La previsión, indudablemente, es que el tamaño de los patrimonios gestionados en Europa siga creciendo, tanto en términos absolutos como relativos. Tengamos en cuenta que el peso de los fondos de pensiones en la zona euro es todavía muy pequeño. Los sistemas previsionales de los países de la Europa continental son en su mayoría sistemas de reparto, no de capitalización. Por tanto, en la medida que los europeos comiencen a ahorrar para su jubilación, utilizando fondos de pensiones, crecerán con rapidez los activos en manos de los gestores europeos. Y esa tendencia, según la opinión generalizada, es irreversible.

Es decir, se trata de un mercado cuyos inversores institucionales gestionan unos siete billones de euros, cantidad veinte veces superior a la que se maneja en América Latina. Si bien el tamaño es todavía inferior al del mercado del dólar —representa cerca de un 40% de éste—, las cifras son más que atractivas, a la hora de considerar una diversificación en la divisa en la que financiarse.

Merece la pena reseñar que casi la mitad de estos fondos europeos se invierte en renta variable, si incluimos los fondos mixtos. Otro 27% se dedica a renta fija y un 15% al mercado monetario. Los fondos de fondos y otros, completarían el total de la distribución por tipo de activos.

Característica notable del mercado de capitales europeo ha sido la creciente participación de los inversores individuales en el mismo. En particular, en el mercado bursátil su presencia ha ido aumentando en los años noventa, hasta alcanzar su máximo en 2000. Un estudio reciente de la Federación Europea de Bolsas² analiza la importancia relativa de los diferentes tipos de inversores en la distribución de la propiedad de las acciones cotizadas en Europa. Una ponderación de los datos ofrecidos en el estudio nos permite estimar la ci-

fra de acciones, que está directamente en manos de inversores individuales, en el 16% de la capitalización total. En algunos países, como Italia y España, la cifra sube hasta el 25 ó 28% respectivamente. Llama la atención que esta tenencia de acciones, además, está muy ampliamente distribuida entre muchos millones de europeos. Por ejemplo, en España un 16% de la población adulta —4.000.000 de españoles— posee acciones de modo directo; en Francia un 10%; en Suiza un 13%, y en Gran Bretaña llega al 26% de los adultos. Si a estas cifras añadimos los europeos, que poseen acciones de modo indirecto, a través de fondos de pensiones o de inversión, puede decirse que, literalmente, “todo el mundo” tiene acciones en Europa. Este fenómeno, que se ha bautizado con el nombre de capitalismo popular, ha modificado notablemente la estructura de los mercados de valores, ha impulsado su crecimiento y ha facilitado que cumplan su función de modo muy eficiente.

Las posibilidades que, para las empresas de un determinado país, ofrece este mencionado crecimiento del mercado de capitales, sobre todo del bursátil, son enormes. De hecho, la financiación de las empresas se ha orientado hacia los mercados y, en particular, hacia la emisión de acciones, en especial desde mediados de los años noventa, en detrimento de la financiación bancaria. En Estados Unidos los bancos operan la mitad del mercado de los servicios financieros que hace veinte años. En Europa el proceso de desintermediación no ha sido tan intenso, pero la aparición del euro ayudará a su aceleración de modo notable³.

El aprovechamiento que las empresas españolas han obtenido de este cambio de situación ha sido muy notable. Tanto que les ha permitido financiar su crecimiento hacia el exterior, su expansión internacional. España ha pasado de ser un país receptor de fondos a ser un gran exportador de fon-

dos, sobre todo hacia la Unión Europea y América Latina, en tan sólo cinco años.

Los números que, a continuación, vamos a ver ofrecen un fuerte contraste con la dificultad de financiación que, de modo creciente a lo largo de los noventa, ha venido atenazando el crecimiento de las empresas latinoamericanas.

Por el contrario, la expansión internacional de las empresas españolas está estrechamente relacionada con la capacidad que ofrece el mercado bursátil español para financiar sus adquisiciones. La toma de participaciones en otros países se ha financiado con fondos obtenidos en la Bolsa de Madrid, a través de ampliaciones de capital. Este mecanismo ha tenido dos versiones: la captación de fondos en efectivo y, en mayor medida, el intercambio de las acciones, objeto de la ampliación por las acciones de las empresas adquiridas, que, a su vez, con frecuencia también, cotizan en otros mercados. Es decir, la oferta pública de suscripción o el canje de acciones por las de otras empresas.

Las cifras de fondos captados a través de ambas alternativas, son de extraordinario tamaño. El valor efectivo de las ampliaciones de capital, realizadas por las empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid durante el periodo 1998-2001, asciende a 115.000 millones de euros, de los que 64.175 millones han sido utilizados por las empresas emisoras para financiar su expansión internacional. A modo de ejemplo, en junio de 1999, Repsol realizó una oferta pública de suscripción, que recogió 5.709 millones de euros en efectivo para financiar la compra de la argentina YPF. En el 2000, el banco Santander Central Hispano captó 3.820 millones, mediante el mismo procedimiento y el BBVA, a su vez, obtuvo 3.050 millones de euros. Ambas operaciones permitieron a estas entidades financiar parte de sus proyectos de inversión en América Latina.

Por su parte, la fórmula de la ampliación con contraprestación no monetaria, esto es, el canje de acciones por las de otras empresas, también ha sido un procedimiento muy utilizado en el periodo mencionado para la expansión internacional de empresas españolas. De hecho, el 58% de las ampliaciones de este tipo, con un valor de mercado equivalente de 51.595 millones de euros, se han efectuado mediante canje por acciones de empresas extranjeras. La empresa que más ampliamente ha utilizado este procedimiento ha sido Telefónica. En el año 2000 emitió 1.140 millones de acciones, con un valor de mercado aproximado de 28.500 millones de euros, que canjeó por títulos de sus filiales Latinoamericanas en su mayoría.

Aunque la actividad internacional de las empresas españolas se ha ralentizado en 2001, el mercado bursátil ha seguido ofreciendo financiación y ha sido capaz de digerir importantes operaciones, entre otras las salidas a Bolsa de Inditex e Iberia, ambas con indudable vocación internacional. A pesar de la difícil coyuntura de mercado, Inditex salió al mercado en mayo de 2001, a través de una oferta pública de venta, que colocó 2.390 millones de euros entre más de 300.000 accionistas.

En síntesis, las empresas han recurrido al mercado bursátil de forma creciente, alcanzando cifras sin precedentes, gracias a la profundidad de la demanda que generan los inversores del euro. Si esta ecuación se ha cumplido con gran éxito para las empresas españolas, ¿por qué no ensayarla también para las empresas latinoamericanas?. Se trata de abrir una vía nueva para que las compañías de América Latina puedan acceder a una financiación, alternativa a la que ahora utilizan, que, de un lado, les resulta escasa —según hemos visto antes— y, de otro, en su vertiente internacional está muy concentrada en el mercado norteamericano. Esta puerta de entrada al mercado del euro constituye en sí misma una oportunidad que da una

dimensión nueva al mercado español, hasta ahora muy centrado en las propias empresas españolas.

Latibex, el Mercado de Valores Latinoamericanos en Euros, ha sido creado como respuesta a este reto por la Bolsa de Madrid, con la colaboración de las demás bolsas españolas. Comenzó su funcionamiento el 1 de diciembre de 1999, con la autorización del Gobierno Español. Surge, además, como punto de conexión entre los mercados de valores de ambos lados del Atlántico, para integrar en el proyecto a otros mercados de América Latina. Actualmente, participan en el mercado las Bolsas de Colombia, Santiago de Chile, Sao Paulo y Venezuela. Los retos que afronta son grandes; quizás los mayores sean dar a conocer las empresas de la región entre los inversores europeos y convencerles de que invertir en aquellas, a través de un mercado en euros establecido en su propio terreno de juego, es lo más eficiente.

Conozcamos a continuación qué es y cómo funciona Latibex

3. LATIBEX, PUERTA DE ENTRADA AL MERCADO EUROPEO

Latibex inicia su andadura, con un diseño innovador, en varios de los puntos clave que caracterizan a un mercado: el proceso de incorporación de valores, el tratamiento de la información y su estructura de ingresos. Como consecuencia de este diseño, Latibex se ha convertido rápidamente en un mercado atractivo para los emisores e inversores, competitivo y eficiente.

3.1. Latibex un mercado con características innovadoras

La primera aportación original de Latibex es su carácter de mercado autorregulado, aunque sujeto a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y a la vigente legislación española sobre el mercado de valores. Por

esta razón, y apoyados en la creciente homogeneidad de las normativas de divulgación de la información financiera de España y los países latinoamericanos, Latibex exige que las compañías cotizadas envíen la misma información que suministran habitualmente en las entidades reguladoras de los mercados, donde negocian sus acciones.

Frente a la experiencia norteamericana, otra aportación original de Latibex es que se negocian las mismas acciones cotizadas en el mercado de origen de cada valor, y no instrumentos intermedios como los ADRs (*American Depositary Receipts*)⁴. La negociación de estas acciones en Latibex se hace en lotes de acciones llamados "unidades de contratación", que se establecen con el fin de fijar precios en euros que resulten adecuados al estándar del mercado español. Para negociar estas "unidades de contratación", se abrió un segmento, dentro del sistema de negociación electrónica de la bolsa española (SIBE), con las mismas características que las establecidas para el resto del mercado. Además, debido a la diferencia horaria entre el mercado de origen y Latibex, se produce una extensión del horario de contratación que abre la posibilidad de realizar operaciones de arbitraje entre mercados.

Por su parte, la liquidación se hace en el plazo generalmente establecido dentro del mercado español (D+3) y mediante el sistema de anotación en cuenta (no mediante títulos físicos), reflejando todos los estándares de seguridad a los que los inversores internacionales están acostumbrados.

Son intermediarios de Latibex todas las agencias, sociedades de valores y entidades de crédito que sean miembros de las bolsas españolas. Además, desde un primer momento, se recogió la posibilidad de admitir como miembros de Latibex a entidades que ya lo fueran de otras bolsas latinoamericanas con las que existiera un acuerdo de coordinación.

LATIBEX: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS

- **Plataforma** de negociación y liquidación en Europa de las principales empresas latinoamericanas.
- **Valores incorporables:** acciones originales (no ADRs)
- **Divisa:** Cotización en Euros.
- **Contratación:** A través del Sistema electrónico de la Bolsa española (SIBE).
- **Liquidación:** En D+3, mediante anotaciones en cuenta.
- **Intermediarios:** Actualmente operan todos los miembros de la Bolsa Española. Próximamente podrán participar también operadores de los mercados latinoamericanos.
- **Índice:** FTSE Latibex All Share, que recoge todas las empresas cotizadas en Latibex. Se realiza en colaboración con FTSE, la firma de diseño y elaboración de índices del Grupo Financial Times.
- **Transparencia Informativa:** Las empresas cotizadas facilitan al mercado la misma información que suministran en las entidades reguladoras de los mercados donde negocian sus acciones.

Para ello, se ha de firmar, además, un acuerdo de supervisión de miembros comunes. La Bolsa de São Paulo ya lo ha hecho, por lo que sus miembros tienen la posibilidad de solicitar su admisión como miembros de Latibex. Actualmente, se está trabajando con los primeros miembros brasileños, para que antes de que finalice este año 2002 puedan estar operando en Latibex. La liquidación de las negociaciones realizadas en Latibex por estos miembros, se hará a través de una entidad española adherida al SCLV, con la que previamente el miembro habrá firmado el correspondiente contrato.

Por otro lado, desde la Bolsa de Madrid, con el fin de dotar de una buena visibilidad al mercado y a sus valores, se creó un índice en colaboración con FTSE, la compañía del Grupo Financiero Times, el FTSE Latibex All Share. Este índice es el único de valores latinoamericanos en euros, calculado en tiempo real. El objetivo, a medio plazo, es la creación de un índice selectivo, compuesto por las empresas más importantes de América Latina, que sirva como subyacente para la emisión de opciones y futuros.

3.2. Latibex: primera fase de desarrollo

a) Las empresas

Latibex ofrece a las empresas latinoamericanas cotizar sus títulos en un escaparate de primer orden, dentro de la zona del euro, el de la bolsa española que es, por volumen de contratación, la cuarta de la Unión Europea y la novena del mundo.

Sin duda, la cobertura de información que ofrecen los medios de comunicación del mercado español, la creación del índice FTSE Latibex All Share, la página web del mercado www.latibex.com, hacen que la cotización en Latibex incremente la visibilidad de estas empresas y, por tanto, sus posibilidades de acudir con éxito al mercado de capitales europeo para financiarse en una divisa fuerte como es el euro.

De este modo, Latibex aporta a las compañías latinoamericanas la oportunidad de presentarse en el mercado europeo, con el fin de buscar financiación, ampliando su base de accionistas, lo que en definitiva supone un impulso a la liquidez de sus valores.

Así lo han entendido un buen número de empresas latinoamericanas, que han hecho que Latibex cuente, en octubre de 2002, con veinticinco valores cotizados. Debe subrayarse que seis de las diez mayores empresas de Latinoamérica, por capitalización, cotizan en Latibex.

El mercado comenzó sus negociaciones el 1 de diciembre de 1999, con cinco compañías (Aracruz Celulose, BBV Banco Francés, Banco Río de La Plata, Banco Santander Puerto Rico y BBV Probusa), con una capitalización conjunta de unos 6.000 millones de euros. Desde entonces, se han ido sucediendo nuevas incorporaciones: en febrero de 2000, se incorporó la brasileña Companhia Vale Do Río Doce (CVRD); en abril, lo hizo Teléfonos de México (TELMEX); en julio, el grupo de comunicaciones Globo Cabo, actualmente denominada NET Serviços de Comunicação; en agosto de ese mismo año, fue el turno de Grupo Financiero BBVA Bancomer, que reemplazó a BBV Probusa, y, en el mes de septiembre, las brasileñas Eletrobrás y Suzano Papel e Celulose. En el mes de noviembre, la compañía minera peruana Volcán fue la última en incorporarse al mercado en ese año.

A comienzos de febrero de 2001, debido a una operación de escisión de Telmex, se admitió a negociación en Latibex la compañía América Móvil, que concentra el negocio de telefonía móvil del grupo Telmex. Le siguió, a finales del mismo mes, el banco brasileño Bradesco y, en julio, Bradespar, su compañía de participaciones industriales. Los sucesos del 11 de septiembre ralentizaron el ritmo de incorporaciones pero, gracias a unas reformas en la legislación fiscal chilena, el año acabó de dos nuevas e importantes compañías más, las primeras chilenas, Enersis y Endesa Chile.

Desde comienzos de 2002 hasta la fecha, podemos decir que ha sido el año de Brasil en Latibex, pues se han incorporado hasta seis valores de este país. Cronológicamente abrió el año la incorporación de la serie de acciones ordinarias de Vale do Río Doce. Más tarde, ya en junio, comenzaron a negociarse las acciones de la eléctrica COPEL y, días más tarde, las series de acciones ordinarias y preferentes de Petrobras, la mayor compañía cotizada de Latinoamérica, junto con Telmex, y las

acciones preferentes de la también eléctrica CEMIG. A comienzos de agosto y después de una operación de escisión del negocio petroquímico de Suzano Papel e Celulose, se incorporó al mercado la nueva Suzano Petroquímica.

Al margen de las empresas brasileñas, cabe destacar la incorporación, en octubre de 2002, del Banco de Chile, el segundo banco del país y uno de los mayores de Sudamérica.

Otras compañías que, próximamente, se incorporarán al mercado son el Grupo Televisa y la compañía de bebidas FEMSA desde México y las brasileñas Gerdau (siderurgia) y Klabin (papelera).

b) Los inversores

Los inversores en este mercado se benefician de la aplicación de comisiones de intermediación y liquidación muy bajas, ya que España es uno de los países del mundo donde operar en el Mercado de Valores resulta menos costoso.

Además de una mayor comodidad y accesibilidad, los inversores también se benefician de un menor riesgo operativo, puesto que los sistemas de contratación y liquidación quedan amparados en la normativa española vigente, perfectamente armonizada con la del resto de la Unión Europea.

Uno de los mayores inconvenientes con que cuenta el inversor en Latinoamérica es la gran dispersión de la información disponible. La cotización en la Bolsa española es una garantía de transparencia informativa para estos inversores. Por todo ello y para potenciar un cómodo acceso a toda la información relevante de las empresas latinoamericanas, se encuentra disponible en español e inglés una página web, especialmente dedicada a este mercado.

Con el lanzamiento de Latibex se ha dotado al inversor europeo de un marco eficiente para canali-



zar su inversión hacia valores latinoamericanos, en tanto que permite comprar y vender acciones a través de una única plataforma, con unos sistemas de contratación y liquidación reconocidos en Europa, y en una sola divisa: el euro.

A comienzos de 2001, y con el fin de incrementar la liquidez de los valores cotizados en Latibex y con ello las garantías de eficiencia del mercado para el inversor, se introdujo la figura del intermediario especialista, que será todo aquel miembro que asuma un compromiso público de ofrecer permanentemente contrapartidas a la compra y a la venta, con una horquilla de precios máxima. Actualmente, casi todos los valores de Latibex cuentan con, al menos, un intermediario especialista. Los miembros del mercado que han asumido esta condición son Ahorro Corporación, BB-

VA Bolsa, Espirito Santo B&M y Santander Central Hispano Bolsa.

3.3. *Latibex: resultados y nuevas metas*

La actuación de los especialistas ha mejorado notablemente la calidad del mercado. Desde su implantación, las horquillas se han estrechado y los precios están muy bien arbitrados con los de origen, lo que ha redundado en una mayor fiabilidad para el inversor y un incremento en el volumen contratado. La representatividad es cada vez mayor y los precios que fija Latibex responden con presteza a factores, como la marcha de las economías de sus países de referencia, la evolución de los precios en los mercados originarios y el tipo de cambio⁵.

Un buen número de empresas latinoamericanas, que han ido incorporándose a Latibex, han destacado su intención de acceder, a través de este mercado, a un conjunto más amplio y diversificado de accionistas, incorporando a nuevos inversores europeos a su accionariado. Los valores que, hasta la fecha, se han incorporado al mercado se han encontrado, en términos generales, con una coyuntura de mercado bastante negativa, por lo que han optado por mejorar en primer término su visibilidad entre los inversores, para después, con un mercado más favorable, acceder al ahorro europeo, a través de OPVs o ampliaciones de capital.

Recientemente, Francisco Gros, Presidente de Petrobras, señalaba que, “con nuestra entrada en Latibex, queremos buscar un acceso más amplio al mercado de capitales en Europa y dar mayor visibilidad y transparencia a nuestras acciones. Ya cotizamos en Sao Paulo y NYSE y nos pareció interesante cotizar también en Europa. A medio plazo podría aumentar la base accionarial para, en el momento oportuno, permitir que captemos recursos en euros en las plazas Europeas”. Otro gigante brasileño, Eletrobras, señalaba a Latibex co-

mo “un camino para conquistar Europa”, subrayando que, en una futura privatización, buena parte de la OPV estaría destinada a un tramo internacional, al que podría accederse desde el mercado español.

El propio Telmex, la compañía más grande de América Latina, afirmó, en su momento, no descartar la opción de una OPV en Latibex, cuando el mercado fuese más favorable a las empresas de telecomunicaciones. Desafortunadamente, desde abril de 2000, cuando se hicieron estas declaraciones, el mercado parece haber dado la espalda a las compañías tecnológicas y de comunicación, por lo que la estrategia de Telmex y de otros grandes grupos empresariales en todo el mundo, lejos de vender sus acciones, se ha centrado en recomprar las mismas.

En el mismo sentido se han ido pronunciando las compañías que han ido engrosando las filas de Latibex. Con matices, todas consideran que el mercado les ayuda a ganar popularidad entre los inversores europeos, situándose en un buen escaparate dentro de la zona europea para, en el momento adecuado, beneficiarse de la masa de recursos que hemos descrito en este artículo.

No obstante, a pesar de la tendencia general del mercado, algunas compañías latinoamericanas sí han acudido, por distintos motivos, a los mercados de renta variable en los últimos dos años. En particular, varias compañías cotizadas en Latibex se han beneficiado de su presencia en el mercado, para apoyar operaciones de venta de paquetes de acciones y captación de fondos.

Algunos ejemplos serían las ampliaciones de capital, que algunas compañías de Latibex han ido acometiendo, una vez cotizadas en el mercado. En el caso de la ampliación de capital de Volcan Cía. Minera, en mayo de 2002, una empresa peruana

especializada en la extracción de mineral de zinc, los derechos de suscripción pudieron negociarse en Latibex, en paralelo a su contratación en la Bolsa de Lima, facilitando así a los inversores españoles la suscripción de estos valores. Por otra parte, la ampliación de capital de Net Servicios de Comunicación (antes denominada Globo Cabo), también supuso la posibilidad, para aquellos accionistas que habían comprado las acciones de esta compañía en Latibex, de acceder a la ampliación de capital, organizado con ocasión de su programa de refinanciación el pasado mes de julio de 2002.

Otra empresa brasileña que amplía capital, es Suzano Papel e Celulose. En el marco de una operación de absorción de otra papelera brasileña (Bahía Sul), los accionistas de Suzano, que compraron en Latibex, pueden ejercitar su derecho de preferencia y suscribir nuevas acciones de la empresa. La operación ha tenido lugar en octubre de 2002.

También podemos citar la privatización parcial de Vale do Rio Doce, en marzo de 2002, en la que BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento de Brasil) vendió un 32% de las acciones ordinarias de la compañía. En opinión de la compañía y del propio BNDES, la demanda en Europa para las acciones de Vale do Rio Doce resultó significativamente superior a la que habían experimentado otras operaciones anteriores, que tuvieron por objeto compañías que no cotizaban en Latibex. Es decir, la familiarización de los inversores europeos con Vale do Rio Doce, debido a su negociación en Latibex, facilitó que los inversores demandasen un mayor número de acciones para sus carteras.

Si bien el tamaño de las operaciones mencionadas y el de algunas otras de estructura similar, es relativamente pequeño, todas ellas resultan de gran interés, al demostrar que existe una vía real para

financiar proyectos de empresas de América Latina, con recursos generados en el mercado del euro. Es la constatación práctica de un mecanismo que, de modo teórico, ha sido intuido por todas estas empresas, en el momento de decidir su incorporación a Latibex. No considero aventurado avanzar que, con las circunstancias de mercado adecuadas, las empresas que negocien en Latibex podrán beneficiarse de un acceso al mercado europeo de renta variable, tan eficaz como el que han disfrutado las empresas españolas en los últimos años.

En el apartado de proyectos se prepara un segmento específico para negociar emisiones de renta fija latinoamericana. Se trata de una nueva meta, a la que Latibex aspira, para completar el abanico de productos que interesan a empresas e inversores. Si bien el volumen de emisiones de renta fija latinoamericana denominadas en euros, es todavía sustancialmente inferior al de aquellas emitidas en dólares, no cabe duda de que la tendencia a diversificar la divisa de financiación será cada vez mayor. De hecho, emisiones de bonos soberanos empiezan a contar con una buena representación en Europa, aunque en el caso de las emisiones corporativas el euro es todavía una moneda poco utilizada.

Hasta la fecha, la renta fija, emitida en euros por empresas y gobiernos latinoamericanos, no ha contado con un mercado organizado, en el que los inversores puedan contar con una referencia de precios negociados y posiciones de oferta y demanda con la transparencia adecuada. De ahí surge la idea de poner en marcha un segmento en Latibex especializado en estos productos dentro de Latinoamérica. En él, los emisores contarán con la flexibilidad descrita en los apartados anteriores, mientras que los inversores encontrarán, con mayor facilidad, contrapartida e información sobre estos productos. Este segmento, en cuyo diseño se trabaja conjuntamente con los principales

intermediarios españoles y portugueses y con la CNMV, podría estar en funcionamiento en la primera mitad de 2003, si las circunstancias de mercado no son contrarias.

4. CONCLUSIÓN

Las empresas latinoamericanas necesitan mejorar sus vías de financiación para poder crecer y competir en un entorno de creciente complejidad e internacionalización. La Europa del euro se ha revelado como el mercado de capitales alternativo al norteamericano. Y en el continente europeo las empresas latinoamericanas cuentan con un punto de conexión, específicamente diseñado para ellas: Latibex, el Mercado de Valores Latinoamericanos en Euros desarrollado por la Bolsa de Madrid.

Latibex cuenta ya con 25 valores, 6 de los cuales se encuentran entre los 10 mayores de Latinoamérica. Si a ello añadimos las compañías que actualmente se encuentran en proceso de incorporación, podemos concluir que el mercado ha cumplido, antes de su tercer aniversario, las expectativas de crecimiento depositadas en él.

El principal reto que asume ahora el mercado es el de servir de instrumento para que las compañías negociadas cuenten con una nueva fuente de financiación eficaz en euros. En consecuencia, este reto implica que los inversores europeos podrían negociar los valores emitidos con suficiente liquidez.

En estos tres años, se han eliminado obstáculos importantes en el camino a este objetivo final. La novedosa regulación del mercado, sus características de negociación, liquidación y registro de valores, la introducción de intermediarios especialistas y la popularización entre los inversores y medios de comunicación españoles, son algunos ejemplos. La mejor prueba de que el camino está

abierto es la magnífica aceptación que Latibex ha tenido entre las empresas de la región. Sin embargo, siguen existiendo una serie de barreras, de entrada, que han desalentado la emisión de papel y la consecuente inversión europea. Algunas de ellas son externas ("default" de Argentina, inestabilidad en Brasil...), pero otras pueden levantarse a partir de la experiencia acumulada en este tiempo. Quizás la más difícil de romper, probablemente por su imprecisión, es la barrera de la falta de confianza y de conocimiento.

Los esfuerzos divulgativos que, en coordinación con los emisores y los propios intermediarios, se vayan acometiendo ayudarán a disminuir la falta de conocimiento e, incluso, los prejuicios sobre América Latina, sus economías y sus empresas. En cuanto a la confianza, se trata de un elemento que precisa de tiempo y de una gran coherencia para su generación. La pérdida de la confianza en los mercados de valores mundiales, debida a la falta de garantía de los modelos contables y de auditoría, a las malas prácticas de gobierno corporativo y a los conflictos de intereses planteados en el seno de los bancos de inversión, es un grave problema que supera el ámbito latinoamericano. Para restaurar esta confianza, instituciones públicas y privadas, empresas y la industria financiera en general, han sentido la necesidad de una rápida movilización. El problema de América Latina es que, además, acumula repetidas crisis financieras en la historia económica moderna, lo que hace más compleja la tarea de recuperar su credibilidad.

En todo caso, con independencia de la coyuntura que atravesamos, para los inversores europeos, obligados a una gestión diversificada, Latibex resulta una nueva facilidad que pueden aprovechar; y para las empresas latinoamericanas, ávidas de financiación externa, es una cita obligada. ●

NOTAS

* En la elaboración de este artículo han colaborado Pablo Ybarra, Yvonne Teixeira y Eduardo Pinto, técnicos del equipo Latibex de la Bolsa de Madrid.

1. Estadísticas publicadas por la FEFSI / ICI (2001).

2. "Share ownership structure in Europe" FESE (Mayo 2002).

3. Quintas, J.R. "Implicaciones de la globalización del crédito y el ahorro en UEM" 1999.

4. Los ADRs son certificados de depósito emitidos en dólares bajo la legislación de EE.UU y negociados en mercados norteamericanos que representan acciones de empresas extranjeras depositadas en bancos norteamericanos.

5. En este sentido ver artículo "Latibex, cada vez más eficiente" de M^a Eugenia Escudero y Jorge F. del Valle de la Universidad de Santiago de Compostela. (Bolsa de Madrid, Agosto-Septiembre 2002).