

CAMBIOS TECNICOS Y EN LA ESTRUCTURA DEL MERCADO BURSATIL

Víctor GARCIA-VAQUERO
Fernando GUTIERREZ

I. INTRODUCCION

La reforma del mercado de valores, a partir de la Ley 24/1988, de 28 de julio, ha dado lugar a una serie de cambios legales, institucionales y técnicos que han afectado profundamente al funcionamiento de las bolsas. Sin duda, tales cambios han incrementado su eficiencia operativa y también su seguridad y transparencia. Sin embargo, al propio tiempo, se ha podido observar una evolución extraordinariamente errática de las cotizaciones en los mercados bursátiles españoles, inducida por factores, en su mayor parte, completamente ajenos al proceso de reforma.

Estos acontecimientos han afectado fuertemente al comportamiento de los inversores, las empresas y los intermediarios del mercado, dificultando la valoración de los efectos de la reforma y, sobre todo, la previsión de las tendencias futuras, que constituyen, en definitiva, el objeto de este artículo. Este se centra en la revisión de los cambios técnicos operados en las bolsas y en la evolución reciente de la estructura del mercado bursátil, tanto en lo que se refiere a la oferta y la demanda de acciones como al desarrollo de las prácticas y la estructura de intermediarios que la Ley pretende promover.

II. CAMBIOS TECNICOS

En los últimos dos años se han producido avances significativos, tanto en la competitividad y profundidad de la industria de valores como en la transparencia y agilidad de la información bursátil. En buena parte, ello se ha debido al proceso de cambios técnicos, basado en el uso de sistemas informáticos más complejos, que han mejorado considerablemente los aspectos operativos de las bolsas españolas. Los aspectos más importantes

sobre los que está actuando esta reforma técnica en la Bolsa española pueden resumirse en los siguientes:

- El régimen de contratación.
- La difusión de información.
- La canalización electrónica de órdenes.
- Los procesos de liquidación y compensación.

1. La contratación asistida por ordenador

Un aspecto fundamental en el desarrollo operativo de la reforma bursátil española ha sido la introducción del sistema de contratación asistida por ordenador. Este ha permitido la prolongación del horario de negociación hasta seis horas diarias ininterrumpidas (más una hora de pre-apertura), frente a los anteriores corros de diez minutos, y la interconexión de cuatro mercados en uno solo, que funciona como una quinta Bolsa electrónica. De esta forma, se han obtenido mejoras apreciables de eficiencia en la formación de precios y economías de escala significativas, frente al anterior sistema de cuatro bolsas independientes.

El mercado continuo es un modelo centralizado de negociación dirigido por órdenes, utilizado también en las bolsas de Toronto, París, Bruselas y Lisboa, donde se establece un único precio en cada instante, en función de todas las posiciones oferentes y demandantes nacionales en cada momento. Esta es la diferencia fundamental con el modelo distribuido dirigido por precios, como el de Londres y el NASDAQ norteamericano, donde cada intermediario realiza su propio submercado ofreciendo precios de compra y de venta, sin que necesariamente coincidan las cotizaciones en cada instante.

El sistema de contratación asistido por ordenador, o sistema CATS, está compuesto en España por tres submercados: lotes, picos y términos es-

peciales. La modalidad de lotes es el submercado principal dentro del CATS, y en él se ejecutan unidades mínimas de lote o múltiplo de lote, escogiendo siempre el mejor precio y, en igualdad de éstos, con prioridad temporal en la introducción de órdenes al sistema. En el submercado de picos, se negocian cantidades inferiores a la unidad de lote establecida, bajo los mismos principios de rango de precios y orden más antigua. Por último, en el submercado de términos especiales se contratan operaciones que, por el número de títulos o por su importe efectivo, son muy superiores a las normales. Este mercado está subordinado al de lotes, ya que los precios deben ejecutarse dentro de la horquilla de cotizaciones del submercado principal. Esta clasificación de las órdenes por el volumen a ejecutar favorece la liquidez de las transacciones en unidades normalizadas.

Algunas de las ventajas que ha aportado la introducción del sistema de interconexión bursátil en la negociación de acciones son:

- El establecimiento de un precio único en cada instante, así como la disposición, por todos los operadores, de las mejores posiciones de compra y de venta de un valor, en cada uno de los segmentos del mercado, de manera continuada durante seis horas diarias.
- Mayor rapidez y fiabilidad en la ejecución y confirmación de las órdenes, evitando errores humanos.
- La generación de un mercado transparente, que facilita la difusión de precios durante toda la sesión de contratación, de forma que la información es accesible a cualquier inversor, independientemente del lugar geográfico desde el que opere.
- Igualdad de oportunidades a todos los inversores, sin distinguir entre grandes y pequeños lotes (siempre es necesaria la unidad mínima de negociación o lote para modificar el precio de referencia), ya que el sistema realiza una ordenación cronológica para todo el mercado, independientemente del volumen de los lotes. De esta forma, no se discriminan en la cotización las órdenes minoristas.
- Permite la interconexión con otras bolsas extranjeras que presentan la misma tecnología, y facilita así una futura Bolsa europea y/o valores negociados en el entorno comunitario o EUROLIST.

Sin embargo, el modelo centralizado diseñado en España está presentando algunos problemas:

- El mercado de picos es muy ilíquido, manifestándose una excesiva horquilla de precios entre la

mejor posición de oferta y la mejor de demanda, si bien recientemente ha sido objeto de regulación para impedir diferencias superiores al 5 por 100.

- Se han observado algunas alteraciones en situaciones puntuales del mercado —cierres de sesión o aperturas inestables— que han provocado la interrupción del sistema, ya sea por sobrecarga del número de órdenes al sistema o por saturación de líneas telefónicas.

- El mercado de términos especiales está siendo poco utilizado, de forma que se produce el desvío de una cantidad significativa de grandes operaciones hacia otros mercados internacionales. El mercado concentrado no favorece la negociación de grandes paquetes, ya que descompensa los precios ante una presión muy fuerte de determinada posición, frente a un mercado dirigido por precios, que resulta más ágil para los grandes bloques de valores. Aunque no existen estadísticas fiables, se estima que hasta el 25 o el 30 por 100 de la contratación de valores admitidos en Bolsa se realiza en el exterior por tres procedimientos:

- Negociación de valores nacionales admitidos en bolsas extranjeras.

- Compraventa de valores españoles en el extranjero por agentes que no son miembros de ninguna bolsa.

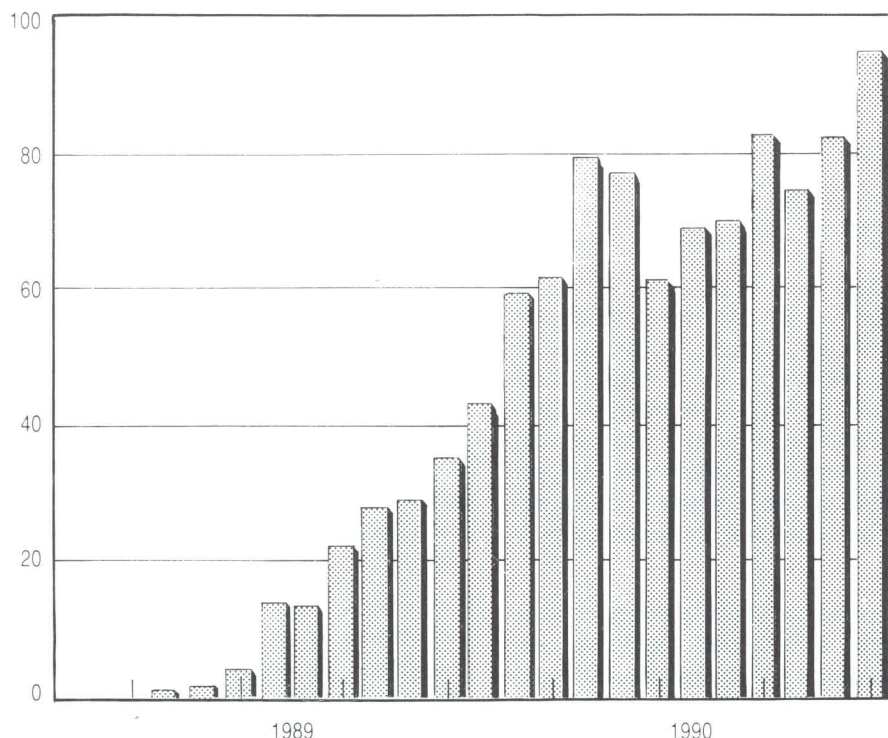
- Transacciones de acciones nacionales en otros mercados no oficiales, mediante transferencias de depósitos entre grandes depositarios internacionales.

El uso de estos dos últimos procedimientos, no regulados y fuera de todo control, demuestra o bien que la eficiencia en la formación de precios en el sistema nacional es insuficiente, o bien que el sistema de comisiones fijas (en la actualidad un 2,5 por 1.000 del precio efectivo) es excesivo para grandes transacciones.

Sin embargo, en conjunto, hay que señalar el éxito del cambio desde el sistema tradicional o de corros al sistema de interconexión bursátil. A este respecto, debe destacarse, en primer lugar, que la extensión del sistema ha sido muy rápida y no se han producido distorsiones graves. Desde la puesta en funcionamiento del sistema, se ha incorporado a éste una media de seis valores por mes, ritmo superior a los de las bolsas de París o Bruselas. Si bien el número de sociedades incluidas (116) no es muy alto en comparación con el número de admitidas en las cuatro bolsas (848), es indudable el protagonismo que ha adquirido el sistema electrónico frente a los corros; en términos de capitalización efectiva de la Bolsa de Madrid, representa

Gráfico 1

**PARTICIPACION EN LA CONTRATACION DE ACCIONES DE MERCADO CONTINUO
EN LAS CUATRO BOLSAS**
(En porcentaje)



el 84,2 por 100 del total y el 88,7 por 100 de la capitalización nominal (ver cuadro núm. 1). Si observamos (gráfico 1) la negociación de acciones, el mercado continuo ha ido aumentando su importancia relativa, hasta totalizar, en diciembre de 1990, 291,8 miles de millones, frente a 306 de las cuatro bolsas, es decir, un 95,3 por 100 del total.

En segundo término, la inclusión de valores en el mercado continuo ha supuesto una disminución de la volatilidad, que algunos análisis han elevado hasta un 16 por 100 entre las cotizaciones de cierre a cierre (Urrutia, 1990), evolución que coincide con otras experiencias internacionales, como la de la Bolsa de París (Pagano, 1990).

Por último, la contratación asistida por ordenador, además de simplificar la notación de los precios, mediante la cotización en pesetas, frente a la cotización en enteros o en porcentajes del valor nominal, ha contribuido a aumentar la liquidez del mercado. La extensión del horario de negociación a seis horas permite el aumento del volumen de negociación. Este se ha visto también favorecido por el arbitraje internacional, al aumentar la coincidencia con el período en que otros mercados internacionales están abiertos; se observan así sig-

nificativos aumentos de negociación en la sesión vespertina, coincidiendo con la apertura de los mercados norteamericanos.

2. La difusión de información

Como ya se ha observado, una de las ventajas de la contratación asistida electrónicamente es que permite la difusión instantánea de los precios negociados y la rápida localización de las mejores posiciones oferentes y demandantes sin ejecutar. La configuración de la aplicación informática que se utiliza permite establecer tres niveles en la difusión de información.

En el primer nivel se encuentran los operadores del mercado continuo, que disponen de la máxima información. Los propios terminales conectados al ordenador central proporcionan al operador no sólo toda la información de mercado, sino la situación de sus propias órdenes y el detalle de las ejecuciones.

Un segundo estadio o nivel medio de información está dirigido a los profesionales, especialistas, gestores de carteras e inversores instituciona-

CUADRO NUM. 1
CUOTA PARTICIPACION MERCADO
CONTINUO-TOTAL BOLSAS
(A 28 de diciembre de 1990)
(Miles de millones y porcentajes)

	Número de sociedades	Cap. nominal	Cap. efectiva	Negociación en diciembre de 1990
Cuatro bolsas	848	3.769,0 (1)	11.744,3 (1)	306,0
Mercado continuo	116	3.346,8	9.896,8	291,8
Cuota (%)	36,3	88,7	84,2	95,3

(1) Datos correspondientes a la Bolsa de Madrid.
Fuente: CNMV y Sociedad de Bolsas.

les, que necesitan datos en tiempo real y un grado de desglose significativo. En este nivel se dispone de las últimas negociaciones, en las que se especifica la denominación del valor, el precio de ejecución, el volumen de títulos, el intermediario vendedor, el intermediario comprador y la hora de la transacción, así como la presentación de las mejores cinco posiciones de compra y venta sin ejecutar, con volumen y precios límite ofrecidos y demandados.

Esta información proviene de la que comercializa, a nivel mayorista, la Sociedad de Bolsas, en forma de chorro de datos sin desglosar. Esta es, a su vez, recibida y procesada por compañías privadas de difusión o por los propios profesionales, cuando disponen de programas de bases de datos que les permiten tratar con ingentes volúmenes de información.

Atendiendo al conducto de recepción de datos, existen dos grandes tipos de sistemas de difusión de la información de las compañías especializadas hacia los usuarios:

a) Redifusión a través de líneas telefónicas. Una vez recibida la información en bruto, es tratada, reclasificada y, en su caso, enviada en tiempo real al usuario. Este último, con un equipo terminal, puede posteriormente almacenar y procesar la información en el formato más útil. Bajo este sistema trabaja la mayor parte de las compañías privadas de difusión de información bursátil.

b) Redifusión por ondas. A partir de un canal bruto de datos, se seleccionan y procesan éstos para difundirlos en tiempo real mediante radiodifusión por FM. La cobertura es bastante amplia, y supone la gratuidad de los costes en el transporte de líneas. Este proyecto ha sido desarrollado en España por la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid.

En el tercer nivel, en cuanto a la información que se recibe, se encuentran los sistemas de difusión de información masivos, dirigidos a la comunidad

inversora y al público en general. Entre los servicios utilizados se encuentra la difusión por televisión (es el caso del teletexto) o a través de una red pública de datos (tipo Ibertex), e incluso, recientemente, se viene estudiando un proyecto de difusión por satélite, que permitiría cubrir una amplia zona geográfica con un solo emisor, aunque la emisión resulta costosa.

3. La canalización de las órdenes

Un sistema de contratación continuada exige un flujo de órdenes permanente que permita mantener la actividad. En definitiva, se trata de desarrollar un sistema que capte una orden desde cualquier punto y la canalice hasta un miembro del mercado automáticamente. De este modo, se ejecuta en el mercado electrónico y continúa en vía de regreso la confirmación hasta el ordenante inicial, evitando errores y aumentando la velocidad de las transacciones, lo que favorece la profundidad del mercado.

El modelo de contratación electrónica permite encadenar, a través de procesadores de comunicaciones, las órdenes generadas bien desde las sucursales de las sociedades miembros, bien desde aquellas entidades no miembros, hasta el operador de CATS, que sólo tiene que validarla para su posterior ejecución (ver gráfico 2).

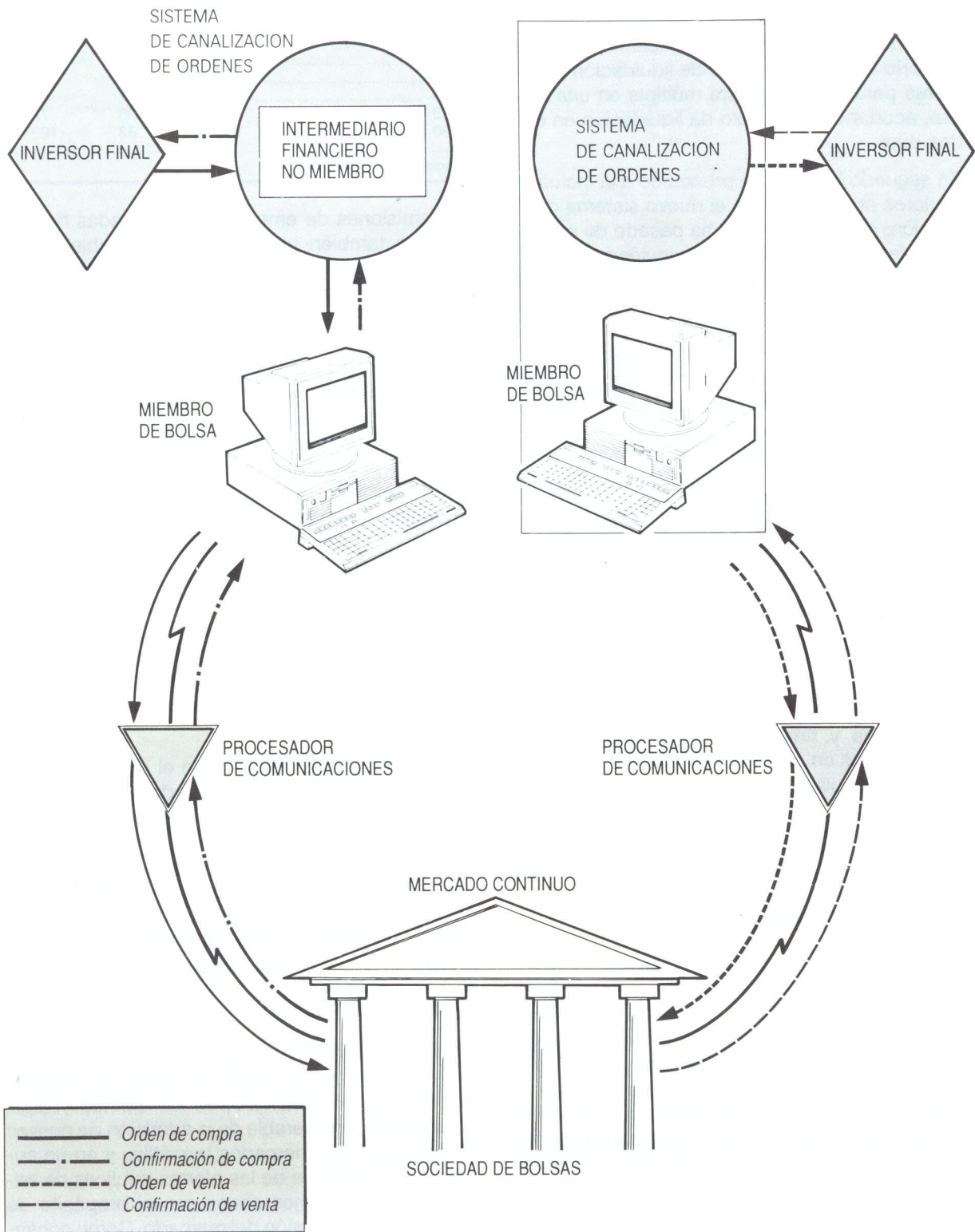
En la actualidad existen dos tipos de aplicaciones de canalización de órdenes. Aquellas diseñadas por las propias sociedades y agencias de valores, con el objeto de racionalizar, reducir costes y aumentar la eficiencia en la captura, canalización, ejecución y confirmación, y aquellas desarrolladas por las sociedades rectoras, fundamentalmente las de Barcelona y Madrid, y que son comercializadas para uso de las agencias y sociedades que lo deseen.

4. Liquidación y compensación

Aunque sigue pendiente la constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores exigido por la Ley del Mercado de Valores, de forma que estas tareas se siguen realizando a través de los departamentos de liquidación de las rectoras y el Servicio de Coordinación de Bolsas, ya se han conseguido importantes avances en lo relativo al funcionamiento de la liquidación y compensación, en parte acelerados como consecuencia de la inclusión de valores en el mercado continuo. Estos avances han homogeneizado y acortado los plazos de liquidación sin aumento alguno de costes

Gráfico 2

CANALIZACION ELECTRONICA DE ORDENES



para el inversor final. En el orden cronológico cabe mencionar como principales progresos:

En un primer momento, se acometió un nuevo procedimiento para liquidar valores nominativos en mercado continuo. Con ello se posibilitó la liquidación de operaciones cruzadas entre distintas plazas, homogeneizándose los procedimientos y el calendario entre los servicios de liquidación de las rectoras para realizar el acta múltiple en una sola Bolsa, acortándose el plazo de liquidación en uno o dos días.

En segundo lugar se ha procedido a la inclusión de valores nominativos en el nuevo sistema de liquidación; de esta forma se ha pasado de extractos a referencias técnicas, consiguiéndose así la fungibilidad de los valores nominativos. Esto ha permitido, por un lado, homogeneizar los plazos de liquidación entre valores nominativos y al portador, y, por tanto, determinar una fecha fija para la entrega de títulos y dinero; por otro, se ha acortado el número de días de liquidación, al pasar de una media de dieciséis días a una semana de período contable, es decir, entre cinco y nueve días bursátiles, dependiendo de la fecha de contratación.

Actualmente se está planificando la desmaterialización de los títulos mediante un sistema de anotaciones en cuenta, que eliminará el movimiento físico de títulos para lograr acortar el plazo a tres días bursátiles. Para ello sería necesario acometer las siguientes transformaciones: inicialmente, cambiar desde un sistema de período contable a uno de liquidación diaria, para después reducir progresivamente el número de días al máximo permisible por el sistema, y, finalmente, instaurar un proceso de anotaciones en cuenta que capacitaría la liquidación en tres días.

III. LA ESTRUCTURA DEL MERCADO

1. La oferta de valores

A pesar de la ampliación del número de sociedades cotizadas en Bolsa que se ha producido en la segunda mitad de los años ochenta, la importancia de la Bolsa como fuente de captación de nuevos recursos propios para las empresas se ha visto sensiblemente reducida en los últimos tres años. Las emisiones netas de acciones con aportación de fondos de empresas cotizadas se han reducido, en 1989 y 1990, a una tercera parte de las registradas en 1987 (cuadro núm. 2).

Sin duda, buena parte de la evolución se enmarca en una tendencia más general de la economía.

CUADRO NUM. 2
EMISIONES DE RENTA VARIABLE
CON APORTACION DE FONDOS
EMPRESAS NO FINANCIERAS
(Miles de millones)

	Total	Cotizadas	No cotizadas
1986	410	219	191
1987	396	282	114
1988	291	242	49
1989	199	102	97
1989 (enero-noviembre)	174	96	78
1990 (enero-noviembre)	186	83	103

Fuente: Banco de España.

Las emisiones de empresas no cotizadas han registrado también una caída considerable en los últimos años. Sin embargo, debe destacarse que las ampliaciones de capital de las empresas no admitidas en Bolsa han experimentado una notable recuperación a partir de 1988, mientras que las de empresas cotizadas han seguido un curso descendente. La caída de los precios bursátiles, con el consiguiente aumento en el coste de los fondos solicitados, y, sobre todo, su extraordinaria volatilidad desde octubre de 1987, han sido los factores más importantes que han retraído las colocaciones de papel nuevo por parte de las empresas, que han desviado su demanda de recursos hacia el endeudamiento, especialmente a corto plazo, en el mercado de pagarés de empresa.

La otra fuente principal de oferta de valores en el mercado bursátil, en los últimos años, han sido las ofertas públicas de venta, fenómeno asociado, en buena parte, a las privatizaciones de empresas públicas.

Como se puede observar en el cuadro núm. 3, estas operaciones han registrado, en 1990, una reducción muy acusada, tanto en lo que se refiere a su número como a su importe, que, en gran medida, puede atribuirse a los mismos factores antes señalados. A este respecto, cabe destacar el pobre resultado, hasta el momento, de la autorización para la admisión en las bolsas españolas de empresas extranjeras. A lo largo del año 1990, sólo se han admitido dos valores, con un importe total de 6,7 miles de millones.

La disminución del atractivo para las empresas de la cotización en Bolsa, en las circunstancias actuales, se ha traducido, en los últimos meses, en un freno considerable de la admisión de nuevas empresas en los mercados bursátiles y en un aumento considerable de las ofertas públicas de adquisición, en muchos casos con el propósito de proceder a la exclusión del mercado. Como consecuencia, en 1990, y por primera vez desde 1986,

CUADRO NUM. 3
AMPLIACIONES DE CAPITAL
Y OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA

	Ampliaciones de capital		Ofertas públicas de venta	
	Importe efectivo (Miles de millones)	Importe efectivo (Miles de millones)	Número de expedientes	
1989 (enero-agosto)	60	124	17	
1990 (enero-agosto)	100	28	6	

Fuente: CNMV.

el número de sociedades admitidas a cotización en las bolsas españolas ha descendido hasta situarse en 848, frente a 851 a finales de 1989.

2. La demanda de valores

Durante 1990 se ha registrado una contracción generalizada en la demanda de acciones. Los indicadores apuntan hacia un retraimiento, que se extiende a todos los segmentos de los inversores nacionales (individuales o colectivos), e incluso a una desaceleración de la inversión extranjera. En este aspecto, únicamente cabe destacar el gran número de ofertas públicas de adquisición lanzadas en 1990, y especialmente en el último trimestre, que señalan la posibilidad de que el mercado estuviera ya sobrevendido y se estuvieran detectando oportunidades de revalorización a corto o medio plazo.

El cuadro núm. 4, que recoge la distribución de las suscripciones de acciones en ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta, permite elaborar un panorama general aproximado de la demanda de acciones.

En él destaca la fuerte caída de la participación de las familias en la compra de acciones. Los factores que están induciendo el alejamiento de los inversores individuales son varios: por una parte, debe señalarse la extraordinaria volatilidad de las cotizaciones y el efecto disuasorio de las caídas de precios desde 1987; por otra, la disminución del número de ofertas públicas de venta y de las privatizaciones de empresas durante 1990 ha afectado, especialmente, a la distribución minorista de acciones. Los elevados tipos de interés de los títulos a corto plazo y la promoción de cuentas bancarias de alta remuneración han contribuido también a este fenómeno, al tiempo que la desaparición gradual de los corros de contratación ha supuesto la retirada del mercado de un cierto número de pequeños inversores y gestores de carteras.

Por lo que se refiere a la inversión colectiva, ésta no ha respondido a las expectativas de crecimiento

CUADRO NUM. 4
DISTRIBUCION SECTORIAL DE
LOS SUSCRIPTORES DE RENTA VARIABLE (1)
(Porcentajes)

	1989	1990
Familias	51	35
Entidades financieras	27	45
Entidades de crédito residentes	n.d.	13
Instituciones de inversión colectiva	n.d.	3
Compañías de seguros	6	5
Otras instituciones financieras	n.d.	3
Instituciones no residentes	n.d.	21
Empresas no financieras	22	20
Total	100	100

(1) Incluye ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta.

Fuente: CNMV.

generadas en los últimos años: tanto las sociedades como los fondos de inversión han disminuido, a lo largo de 1990, el porcentaje de títulos de renta variable en sus carteras, dando lugar a una venta neta de títulos de cierta magnitud (cuadro núm. 5). Por su parte, el desarrollo de los fondos de pensiones no parece haber contribuido de forma importante a la demanda neta de acciones. Aunque el patrimonio gestionado por estos fondos se ha duplicado en 1990, hasta alcanzar 168 miles de millones a finales de año, las estimaciones realizadas apuntan a que sólo un pequeño porcentaje de su activo está materializado en títulos de renta variable, que, por otra parte, podrían proceder, en muchos casos, de trasvases desde fondos y sociedades de inversión vinculados a los mismos grupos.

Finalmente, la inversión extranjera ha mostrado una reducción muy significativa en 1990, aunque sigue constituyendo una parte muy importante de la demanda neta de acciones en Bolsa. En el período enero-noviembre de 1990, las compras netas por no residentes alcanzaron una cifra un 40 por 100 inferior a la del mismo período de 1989. Como puede observarse en el cuadro núm. 6, el retraimiento de la demanda se ha manifestado a partir

CUADRO NUM. 5
FONDOS Y SOCIEDADES
DE INVERSION COLECTIVA
(Saldos mantenidos en acciones)

	Fondos		Sociedades	
	Miles de millones	Porcentaje sobre activos	Miles de millones	Porcentaje sobre activos
1989 IV TR	64,1	7,4	154,4	50,6
1990 I TR	60,5	6,3	146,7	45,0
1990 II TR	59,6	5,9	153,9	45,8
1990 III TR	53,9	5,0	148,6	44,2

Fuente: CNMV.

CUADRO NUM. 6
INVERSION EXTRANJERA EN BOLSA
(Miles de millones)

	Compras	Ventas	Saldos
1989 (enero-noviembre)	763,0	528,5	234,5
1990 (enero-noviembre)	654,2	503,5	137,5
1990 (enero-julio)	521,9	373,0	135,6
1990 (agosto-noviembre)	132,3	130,5	1,9

Fuente: Banco de España.

del mes de agosto. La incertidumbre inducida por la crisis del Golfo ha provocado una caída muy sensible en el ritmo de adquisiciones, pero no se ha detectado una aceleración de las ventas sobre los ritmos habituales en meses anteriores.

3. Los intermediarios

Como era previsible, los intermediarios en los mercados de valores han sido los que con mayor rapidez e intensidad han reflejado los efectos de la transformación bursátil.

En los últimos tiempos ha continuado aumentando el número de sociedades y agencias de valores. Como puede observarse en el cuadro número 7, en los nueve primeros meses de 1990 se han creado 25 agencias y tres sociedades, todas ellas, por el momento, no miembros del mercado. Esta creación de agencias corresponde, fundamentalmente, a mediadores entre negociantes de deuda y mediadores del mercado interbancario, mientras que los promotores de sociedades de valores nuevas son instituciones financieras de países no miembros de la CEE. Por su parte, el número de sociedades y agencias miembros de las bolsas no ha experimentado variación alguna en dicho período; sin embargo, ello se ha debido a que la exclusión y admisión de miembros sólo puede tener lugar anualmente, al cierre del ejercicio de las sociedades rectoras y cuando se establezca el precio de las acciones para su transmisión, ampliación o

CUADRO NUM. 7
NUMERO DE INTERMEDIARIOS
EN LOS MERCADOS DE VALORES

	31-12-1989	30-9-1990
Miembros del mercado	57	57
Sociedades de valores y bolsa...	35	35
Agencias de valores y bolsa ...	22	22
No miembros del mercado	32	60
Sociedades de valores	15	18
Agencias de valores	17	42
Total	89	117

Fuente: CNMV.

amortización. Sin embargo, ya en 1991, están en proceso cambios en la composición de las bolsas como consecuencia de fusiones y bajas. La caída de la contratación bursátil en la segunda parte de 1990 hace menos probable que, en un futuro próximo, se proceda a la ampliación del capital de las bolsas para la admisión de nuevos miembros.

En 1990 se han podido confirmar algunas tendencias, anteriormente apuntadas, en cuanto a la estructura de los intermediarios bursátiles. En primer lugar, las entidades de crédito nacionales, que comenzaron tomando, tal y como prescribía la Ley, una participación minoritaria en sociedades de valores, han ido aumentando su cuota de propiedad hasta el 50 por 100, a medida que el calendario establecido las autorizaba. Es altamente previsible que en el futuro mantengan posiciones mayoritarias y consoliden la intermediación de valores dentro del entorno de sus grupos respectivos. En segundo término, al menos tres grupos bancarios comunitarios han tomado participación en sociedades de valores y Bolsa antes independientes, consolidando una presencia significativa en el núcleo del mercado. Finalmente, al menos seis sociedades de valores y Bolsa, no participadas por grupos bancarios, pretenden fusionarse en tres, con objeto de obtener un aumento de su participación en el negocio y una reducción de los costes medios de funcionamiento.

Esta tendencia a la concentración, particularmente manifiesta entre los miembros de las bolsas, es la consecuencia del reparto crecientemente desigual de la contratación bursátil entre los distintos intermediarios. Los diez mayores miembros de las bolsas intervienen en el 50 por 100 de las transacciones. Por su parte, las quince sociedades de valores y Bolsa participadas por entidades bancarias nacionales intervienen en un porcentaje superior al 62 por 100 de las operaciones, cuota que además ha subido cinco puntos desde el segundo semestre de 1989, en un proceso favorecido por el gran número de operaciones minoristas canalizadas a través de las sucursales bancarias.

Sobre esta base de reparto de la negociación —y por tanto de los ingresos por ejecución de órdenes—, los elevados costes que suponen las inversiones en informática, equipos y redes comerciales, las necesidades de capital de constitución, de participación en sociedades rectoras y de aportaciones en fianzas a la liquidación han inducido una concentración aún mayor de los beneficios.

Así, los diez mayores intermediarios bursátiles generan las dos terceras partes de los beneficios totales del sector. Este fenómeno se reproduce en

**CUADRO NUM. 8
PARTICIPACION ACCIONARIAL DE
LAS SOCIEDADES DE VALORES Y BOLSA**

	31-12-1989	31-1-1991 (p)
Entidades bancarias nacionales .	15	15
Entidades extranjeras	4	7
Independientes	16	10
	<hr/>	<hr/>
	35	32

Fuente: CNMV.

(p) Refleja: la participación de nuevos socios extranjeros (tres casos) y las fusiones de seis sociedades en tres.

todos los segmentos del mercado. Entre los miembros de las bolsas —es decir, los autorizados a la contratación directa en ellas—, las diez entidades con mayores beneficios obtuvieron el 85 por 100 de los resultados totales del grupo. La situación es la misma entre las entidades no miembros: las diez más rentables acaparan el 84 por 100 de los beneficios. Tales cifras confirman la existencia de notables economías de escala y que, dada la amplitud actual del mercado de valores, el número actual de intermediarios parece excesivo.

No cabe duda, sin embargo, de que en esta evolución han influido factores coyunturales: el año 1990 no ha sido favorable para el desarrollo de unos intermediarios en fase incipiente; el estancamiento de las cifras de negocio bursátil, la disminución del número de emisiones de valores privados y de salidas a Bolsa de nuevas empresas, así como la caída en la cotización de las acciones, han disminuido apreciablemente la rentabilidad de las sociedades y agencias con respecto a los niveles esperados.

**CUADRO NUM. 9
INTERMEDIARIOS BURSATILES.
RESUMEN DE BALANCES AGREGADOS
(a 30 de septiembre de 1990)
(Porcentaje total balance)**

	Miembros de las bolsas	No miembros de las bolsas
Activo		
Tesorería e intermediarios financieros.	21,6	5,9
Cartera de negociación	51,4	83,6
Acciones	(6,0)	(1,8)
Renta fija	(45,4)	(81,8)
Crédito a particulares	11,4	2,6
Resto activo	15,6	7,9
Pasivo		
Fondos propios	41,8	29,0
Financiación de intermediarios	25,1	28,1
Financiación de la clientela	29,0	40,8
Resto de pasivo	4,1	2,1

Fuente: CNMV.

Otro aspecto muy significativo que debe señalarse es el de las diferencias, en cuanto a operaciones y estrategia, que se observan entre las sociedades y agencias, según sean o no miembros del mercado.

Las sociedades y agencias de valores y Bolsa (miembros de las bolsas) tienden a una actividad centrada en la ejecución de órdenes de compra y venta en Bolsa, aunque no renuncian a otras operaciones, como la intermediación en deuda y las operaciones mayoristas de colocación. Ello aumenta sus gastos en contribuciones a las sociedades rectoras y les obliga a sostener una estructura de personal más numerosa, así como al mantenimiento de mayores saldos acreedores con particulares.

Por su parte, las entidades no miembros (sociedades y agencias de valores) dedican una atención preferente al mercado de deuda pública, y han tendido a especializarse en la intermediación mayorista —colocación y aseguramiento—, así como en la gestión de carteras, aspectos de los que deriva una gran parte de sus ingresos.

IV. CONCLUSIONES

En los últimos años se asiste en el mundo a un intenso proceso de globalización financiera, que podría originar cambios radicales en la localización de la actividad financiera, y que, en concreto, plantea el problema de la supervivencia de los centros financieros de orden menor. A escala regional, este proceso va a verse acelerado por los avances ya realizados y los previstos para el próximo futuro en la integración europea, por lo que estas cuestiones cobran una urgencia máxima. La participación de la industria financiera española en el reparto del mercado europeo, e incluso el mantenimiento de cuotas de participación importantes en la canalización de flujos financieros entre agentes nacionales, depende de que el sistema alcance cotas suficientes de profundidad, transparencia y eficiencia.

Por lo que respecta a los mercados de valores, no hay duda de que los cambios recientes han influido beneficiosamente en esta dirección. Aunque este aspecto no constituye el objeto de este artículo, puede afirmarse que la tarea reguladora y supervisora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha generado mejoras significativas en la calidad de la información financiera y, en general, en la competitividad y transparencia de los mercados de valores.

En el plano técnico y operativo, en este artículo se revisan las mejoras introducidas, que, sin duda, han contribuido a reducir los plazos y costes de la liquidación y a mejorar la difusión de la información y la eficiencia en la formación de precios, así como la profundidad del mercado. En este sentido, debe destacarse el desarrollo rápido y satisfactorio del mercado continuo.

La manifestación palpable de los efectos de tales mejoras se ha visto obstaculizada en 1990 por el empeoramiento de la coyuntura bursátil. La volatilidad y la tendencia bajista de las cotizaciones, así como la incertidumbre sobre el curso futuro de las economías mundiales, han producido un retroceso de la oferta de títulos, tanto en lo que se refiere a emisiones como a ofertas públicas de venta y salidas a Bolsa de nuevas empresas. También se ha hecho notar un retraimiento significativo de la demanda, tanto de particulares como de inversores extranjeros, mientras que la inversión institucional no ha tenido el crecimiento esperado. Como consecuencia, la negociación bursátil ha experimentado una caída acusada en la última parte del año.

En 1990 se han producido, además, algunos fenómenos preocupantes, especialmente la derivación de la contratación de grandes paquetes de títulos hacia otros mercados extranjeros, muchas veces por vías irregulares. Esto supone un toque de atención acerca de la necesidad de flexibilizar la normativa de contratación para grandes volúmenes y también acerca de los efectos negativos sobre ésta de las comisiones fijas.

Por su parte, el perceptible acortamiento de los plazos de liquidación, especialmente para valores nominativos, que constituye uno de los mayores avances operados, no debe significar un aplazamiento de la instrumentación de un sistema de anotaciones en cuenta, que pondría al mercado de valores español en primera línea de las bolsas mundiales en cuanto a la rapidez y el bajo coste de las transacciones con acciones.

En cuanto a la oferta y demanda de títulos, debe esperarse que los cambios anteriormente referidos, junto al aumento de sociedades extranjeras admitidas a cotización, a la mejora reciente en

CUADRO NUM. 10
INTERMEDIARIOS BURSATILES. RESUMEN DE
LAS CUENTAS DE RESULTADOS AGREGADAS
(Enero-septiembre 1990)
(Miles de millones)

	Miembros de las bolsas	No miembros de las bolsas
Margen financiero	3,2	2,5
Beneficio neto en valores	-0,8	1,9
Comisiones netas	22,4	7,3
Ejecución y tramitación de órdenes.	(21,2)	(2,1)
Colocación y aseguramiento	(1,1)	(2,7)
Gestión de cartera	(0,2)	(0,6)
Otras pagadas y percibidas	(-0,1)	(1,9)
Gastos de explotación	16,9	6,2
Resultado contable	8,0	6,0

Fuente: CNMV.

el régimen fiscal de la inversión colectiva y al desarrollo de los fondos de pensiones, permitan un aumento de la liquidez y amplitud del mercado, una vez desaparezcan los actuales factores de incertidumbre.

Con todo, la estructura de intermediarios bursátiles española aparece sobredimensionada, incluso para volúmenes de negocio significativamente superiores. En ese sentido, la caída de éste durante 1990 ha llevado a una aceleración del proceso de concentración de la actividad y los beneficios en un pequeño número de intermediarios, lo que, indudablemente, habrá de inducir a una disminución de su número y una especialización de los de menor tamaño. En esta evolución, parece claro que aquellas entidades participadas por los grandes bancos nacionales tienen ventajas muy apreciables en la intermediación minorista en acciones y deuda pública, mientras que las restantes habrían de centrar su actividad en el segmento mayorista, que comporta menores costes de funcionamiento.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- PAGANO, M, y ROELL, A. (1990), «Shifting gears: an economic evaluation of the reform of the Paris Bourse», mimeo.
- URRUTIA, A. (1990), «Efecto del paso al mercado continuo sobre la volatilidad de los precios y el volumen de contratación», mimeo, Centro de Estudios Monetarios y Financieros.