
OPINIONES

A large, empty rectangular box with a thin black border, occupying most of the page below the title. It is intended for the user to write their opinions.

LA REFORMA REAL DE LA BOLSA DEBEN LLEVARLA A CABO LAS PROPIAS ENTIDADES

Juan J. BERGANZA

Redactor de la Sección de Finanzas de *Cinco Días*

El pasado ejercicio, y lo que llevamos de 1991, ha servido para finalizar, a la espera de culminar algunos «flecós», el proceso iniciado hace aproximadamente dos años de cara a la necesaria reforma del mercado de valores español... desde el punto de vista normativo. Algo que no parece haber sido comprendido por bastantes operadores de este mercado. Prueba de ello es que ante las cercanas declaraciones de Luis Carlos Croissier, Presidente de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, anunciando el fin de su reforma, numerosas voces se han levantado en el panorama bursátil indicando que los problemas de las bolsas españolas continúan existiendo en la actualidad.

Lo que estos miembros de las bolsas deben entender es que la reforma real de los mercados de valores no se basa en los cambios que se realicen en el terreno normativo, aunque éste sea muy importante al «abrir huecos» que deben ser aprovechados por las sociedades y agencias de valores o las sociedades rectoras de las bolsas. La reforma real deben llevarla a cabo los propios gestores de las entidades que en él operan.

No deja de ser cierto que, como producto del desarrollo normativo, el mercado de valores español ha dejado de ser catalogado por los grandes administradores de carteras de inversión británicos o estadounidenses como un mercado exótico, poco transparente o difícilmente predecible, en el que se podían obtener unas importantes ganancias por motivos coyunturales. De este modo, en la actualidad se presenta a sus ojos como un mercado normal, perfectamente homologable. Según los expertos, un porcentaje que va desde el 3 hasta el 5 por 100 de la inversión de cartera internacional se colocará en España.

En otras palabras: los valores españoles ya ocupan un determinado rango en las carteras de los grandes inversores internacionales, y ese rango su-

frirá escasas alzas o bajas; no habrá fenómenos de salidas o entradas masivas de capital. Eso pertenece a otra época, felizmente (a juicio de la inmensa mayoría) pretérita.

Pero nuevos problemas (otros problemas) están presentes en el horizonte a corto plazo de las bolsas. Unos problemas que, por mucho que les pese a numerosos miembros de los mercados bursátiles, no son de normativa, son de gestión. En otras palabras: si el mercado de renta fija no funciona todavía no es porque falte un decreto que lo regule, y bien que lo podría estar haciendo a estas alturas. El que los mercados de futuros y opciones no terminen de diseñar qué sistema de gestión adoptarán en su proceso de pretendida unificación no es achacable a la falta de un real decreto. Los mecanismos de mejora de CATS en la Bolsa de Madrid no han necesitado apoyatura normativa, por ejemplo.

Las más que previsibles trabas que encuentra en su crecimiento nuestro mercado de valores se resumen en tres puntos: sus gestores deben buscar el método adecuado para ensancharlo, diversificarlo y hacerlo más eficiente. Para ello se necesita una normativa, ciertamente, pero en su ausencia no radica su actual «parón». Ha habido más problemas de concreción de acuerdos y de gestión que problemas conceptuales de normativa.

El reto está en el hipotético «tapete» de los gestores de las bolsas. Se necesita ensanchar, diversificar y hacer más eficiente el mercado bursátil, como antes se ha indicado. Y ensancharlo y diversificarlo pasa, inevitablemente, por la creación de un mercado de renta fija organizado, por el desarrollo de la inversión colectiva, por la creación de un mercado de productos derivados, por la incorporación de nuevas empresas a Bolsa y por el descubrimiento, de forma definitiva, por las empresas medianas de las emisiones como medio de de-

sarrollo de su desintermediación financiera. Y los gestores de las firmas de Bolsa no parecen estar de acuerdo para hallar pactos que permitan ese desarrollo.

A este respecto, **Luis Carlos Croissier** deja ver, en la entrevista que se publica en este número, una vía de solución para los dos problemas más acuciantes. Por un lado, opina (y su opinión es más que trascendente) que la solución debe buscarse por medio de la distinción entre la renta fija que está admitida a negociación en Bolsa y la concentración de órdenes en Bolsa de la negociación extrabursátil, que siempre tendría un fuerte volumen de negociación. Por otro, explica que en el caso de la fusión de los mercados de contratos de futuros y de opciones deben crearse dos mercados diferenciados: uno de productos derivados de renta fija y otro de productos derivados de renta variable.

Estos son los puntos más preocupantes, desde el punto de vista interno, de la situación futura del nuevo mercado de valores español. Pero entre los operadores de las bolsas se observa la creación de una Bolsa unificada europea como elemento que restaría volumen de contratación a las bolsas españolas en beneficio de mercados más grandes, seguramente con más temor del que se merece. Realmente, los pasos dados hacia esta Bolsa europea parecen más intentos que operaciones basadas en un plan estratégico suficientemente desarrollado.

No parece nada claro en qué medida pueden ser estos proyectos importantes en el futuro. De momento, parecen responder a una necesidad real y a una preocupación latente. La necesidad viene derivada de la conciencia de que los mercados nacionales se han quedado estrechos. La preocupación de los mercados organizados radica en el desarrollo de los mercados fuera de las bolsas, ya que buena parte de las transacciones de los valores con mayor grado de liquidez se hacen en los mercados *Over The Counter* (OTC). Los primeros pasos dados hacia la creación de una Bolsa europea son intentos de ensanchar actividades para estrechar el ámbito de los mercados OTC.

Tampoco parece tan importante como algunos representantes de firmas de Bolsa pretenden hacer ver el desplazamiento de ahorro hacia fórmulas de inversión institucional, frente a inversores individuales. Este fenómeno, según **Francesc Costabella**, Director General de la Caja de Cataluña, es claramente internacional y adquiere especial importancia en la figura de los fondos de inversión mobiliaria. Para **Luis Iturbe**, Director General de

Privanza, el banco personal del BBV, la causa de este fenómeno es la misma reforma, lo mismo que ocurre en otros países, ya que provoca un aumento de costes del sistema, por lo que la operativa de pequeñas partidas debe canalizarse por medio de instituciones de inversión colectiva.

Cabe preguntarse por el papel que deberán asumir las cuatro bolsas españolas ante la situación derivada no sólo del proceso de integración, sino del de globalización de los mercados de valores europeos al que estamos asistiendo. La respuesta pasa por un proceso de especialización de cada mercado, en paralelo a un aprovechamiento cada vez mayor de las características económicas de la región en la que están enclavados. ¿Por qué no pueden ser las bolsas regionales (dejando a un lado la de Madrid, por ser el centro de operaciones del mercado continuo) el verdadero centro de las operaciones financieras de las pequeñas y (sobre todo) medianas empresas catalanas, vascas o valencianas? El tupido tejido empresarial de esas tres regiones parece presentarse como un excelente «caldo de cultivo» para el desarrollo futuro de las bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia. **Pedro Guerrero**, Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, opina que la pérdida de importancia relativa de las bolsas regionales es un fenómeno inevitable, debido a la concentración geográfica a la que tiende, por razones prácticas, la industria financiera.

Sin embargo, queda por saber si las bolsas regionales deben limitarse únicamente a su territorio o buscar una expansión. En este punto, **José Luis Damborenea**, Consejero de la sociedad promotora Bilbao Plaza Financiera, está en desacuerdo con que se piense sólo en los ámbitos regionales cuando se habla de las bolsas de Barcelona, Bilbao o Valencia. Del mismo modo opina **José Samper**, Presidente de la Rectora de la Bolsa de Valencia, al defender que las cuatro bolsas españolas tienen un carácter nacional, aunque algunas también tengan una dimensión regional.

De la importancia que el sector financiero confiere a las bolsas regionales es un claro exponente la creación, por parte de las cajas de ahorros vascas, de forma conjunta, de una sociedad de valores y bolsa, Norbolsa, que opera exclusivamente en la Bolsa de Bilbao, como recuerda **José Ignacio Berroeta**, Presidente de la de Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK).

Todos estos fenómenos ¿afectarán a las firmas de Bolsa en cuanto a la reducción de su número? **Ignacio Garralda**, Presidente de A. B. Asesores Bursátiles, opina que no es del todo malo para el

mercado que en esta primera fase la rentabilidad de algunas firmas sea baja, e incluso negativa. **Carmelo Lacaci**, Consejero Delegado de Banesto, Lombardía & Lacaci, cree que es el cliente el que realizará la selección del número de firmas de Bolsa, en función del dinero que canalice a través de los distintos intermediarios.

En otro orden de cosas, los nuevos mercados bursátiles afrontan en 1991 un ejercicio que se presenta diferente a los cuatro últimos, y no sólo por contar con una normativa reformada prácticamente en su totalidad. Las cuatro bolsas vieron cómo en 1990 dos factores influyeron para que el índice de la Bolsa de Madrid, por ejemplo, descendiera un 24,6 por 100. Estos dos factores son el estallido de la crisis del Golfo Pérsico y la proliferación en el sistema financiero español de productos de alta remuneración del pasivo (las conocidas «supercuentas» o los «superdepósitos»), que traspasaron fuertes volúmenes de ahorro privado desde los mercados bursátiles a las entidades financieras.

Una vez finalizada la Guerra del Golfo, el español se ha presentado como uno de los mercados de valores mundiales con mayores posibilidades para el inversor, con importantes sectores fuertemente devaluados, en los que se podían encontrar auténticos «chollos»; y, ante los repetidos anuncios de bancos y cajas de reducciones en los tipos de interés que aplican en sus «supercuentas» y depósitos de alta remuneración, las fuertes negociaciones ha vuelto a los mercados.

Si seguimos con el ejemplo de la Bolsa madrileña, en el primer trimestre del presente ejercicio ésta se ha revalorizado en aquel 24,6 por 100 que había perdido en todo 1990, y ha negociado más de un billón de pesetas, un volumen muy parecido al que guardó durante los cinco últimos meses de 1990. En general, la renta fija, que parecía haber tomado el pulso al ahorrador medio español, ha vuelto a perder fuerza frente a la renta variable.

«EN 1990 HA HABIDO UN SALTO IMPORTANTE EN LA TRANSPARENCIA DEL MERCADO, ENTENDIDA COMO INFORMACION»

LUIS CARLOS CROISSIER

Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

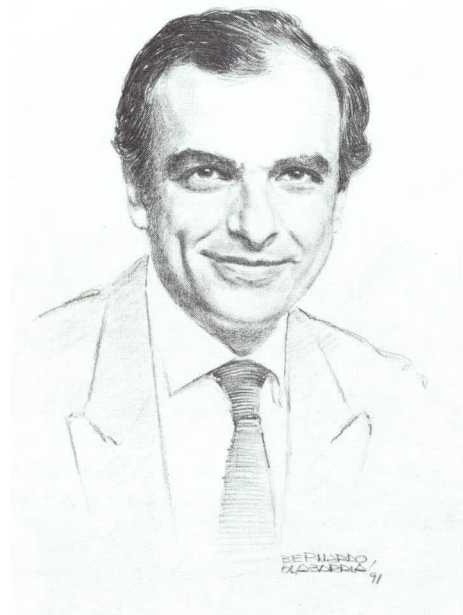
Si hay que buscar algún máximo responsable de la reforma bursátil española, ése es Luis Carlos Croissier. El Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha impuesto a este organismo un frenético ritmo de trabajo para,

en un tiempo casi record, aplicar un más que necesario proceso de modernización del mercado bursátil (en paralelo a otros mercados, como el de inversión colectiva). Una vez llevado a cabo, se ha convertido en el guardián de este cambio.

—Una vez terminada la reforma del mercado de valores ¿cuál va a ser la labor de la Comisión?

—En una palabra, aplicar la reforma. En la labor de la Comisión, lo extraordinario ha sido este período de desarrollos normativos. Sus funciones básicas son las de supervisión y control. En esta casa, entran al cabo del año muchos cientos de expedientes de inversión colectiva, de emisiones, de sociedades y agencias, de seguimiento de éstas, de seguimiento de las prácticas de instituciones de inversión colectiva, de supervisión de la operativa del mercado, de investigación de irregularidades y, si es el caso, su sanción, de información... Se está culminando la fase fundacional para entrar en la etapa de gestión normal de lo que pueden ser las competencias de la Comisión.

—¿Cuáles son los puntos en los que más ha mejorado la supervisión de la CNMV este último año?



—Creo que en 1990 ha habido un salto importante en la transparencia del mercado, entendiéndola en todos sus puntos como información. En los sistemas de negociación se ha implantado el mercado continuo como una realidad, con todo lo que supone en visibilidad de transacciones, rigor en negociaciones y mejor conocimiento de precios y volúmenes. También en cuanto a información de empresas que emiten, tanto si cotizan como si no. Del mismo modo, se ha mejorado la información de instituciones de inversión colectiva de

para a inversiones y socios partícipes. También se ha mejorado en materia de OPA. Se han realizado unos folletos y unas políticas para interpretar los casos que se nos han presentado, en los que yo entiendo que la calidad de la información de la que dispone el accionista para tomar su decisión de acudir o no a una OPA se ha mejorado. En resumen, se ha dado un salto considerable.

—Sin embargo, parecen quedar algunos «flecos» por desarrollar de esta reforma. Por ejemplo, definir cómo se implantará el mercado bursátil de renta fija. A su juicio ¿es más interesante una competencia entre el de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF) y el que quiere crear la Bolsa de Madrid o hacer uno minorista y otro mayorista?

—Partamos de un punto. La Ley establece como obligatorio que los valores admitidos a cotización sólo pueden negociarse en las bolsas. Para los no admitidos a cotización caben las negociaciones en mercados informales o una formalización de éstos a través del reconocimiento del mercado. El problema es cómo compaginar esas exigencias legales con una realidad. Debemos distinguir un mercado minorista, que en el caso de la renta fija es un mercado pequeño, y el mercado de negociación entre grandes instituciones, que se lleva la mayor parte del mercado de renta fija. La fórmula de solución podría ir por una distinción entre renta fija admitida a negociación y otras dos modalidades de concentración. Una, la concentración de órdenes tradicional en nuestra Bolsa, y otra, de negociación extrabursátil, con un mecanismo de tomas de razón y comunicaciones al mercado. Y, a su vez, la renta fija no cotizada se mantendría en un ámbito de negociación, como hace en este momento la AIAF.

En este contexto, resulta importante garantizar unos mecanismos de compensación ágiles ante estas exigencias. Desde el punto de vista normativo, poco podemos hacer ya. Se ha producido la rebaja de las comisiones como un paso intermedio a la total liberalización a 31 de diciembre, con lo que desaparece uno de los problemas de la negociación de la renta fija privada. Se ha puesto en marcha un proceso de facilidades para la negociación de menudeo, tanto de la deuda pública como de la renta fija privada, en el ámbito bursátil y se han previsto unas facilidades para la negociación de tipo mayorista, con tomas de razón. Un sistema de compensación y liquidación podría ayudar a resolver problemas de liquidación que se plantean en la renta fija. En el caso de la AIAF, cabría hacer un reconocimiento formal como mercado organizado, cosa que, en todo caso, nos gustaría hacer sobre la previa existencia del propio mercado. En la medida en que el mercado sea una realidad, disciplinado y con suficiente información, estaríamos dispuestos a reconocerlo como mercado organizado.

—Otro punto que queda por ser desarrollado es el Real Decreto de compensación y liquidación, y

de anotaciones en cuenta. Existe un primer borrador, pero debe crearse una sociedad de compensación y liquidación.

—Convendría ver las etapas que se han cubierto. Una primera etapa en la que bancos, cajas, rectoras y la Comisión han diseñado el sistema, culminado con un consenso total, que permite acometer las inversiones para abordarlo. Ahí surge la conveniencia de crear una promotora para no demorar la puesta en marcha de las inversiones. También falta por ser aprobado el Real Decreto, que es amplio y jurídicamente complejo, porque, por primera vez en nuestro Derecho, se regula la figura de la anotación en cuenta. Espero que pueda entrar en vigor en octubre, crearse el servicio de compensación y liquidación a finales de año, y empezar a operar con el nuevo sistema de anotaciones en cuenta a partir de primeros de 1992. Nosotros no nos metemos ni en repartos accionariales ni en otros puntos. Sólo exigimos una garantía de rentabilidad y eficiencia por parte de los responsables.

—¿Cómo cree que debe abordarse la creación de un mercado de productos derivados, como resultado de la unión del mercado de futuros (Meffsa) y el de opciones (Mofex)?

—Yo creo que debe haber dos mercados. Uno de productos derivados de renta fija y otro de productos derivados de renta variable. Por varias razones. Una, porque los miembros de un mercado suelen ser distintos a los del otro. Los de productos derivados de renta fija suelen ser las tesorerías de los bancos y grandes instituciones. Los de productos derivados de renta variable son las sociedades de valores y los departamentos de capitales de las grandes instituciones financieras. La clientela también es profundamente distinta, así como la mentalidad y los equipos humanos. Conceptualmente, distinguir un mercado de productos derivados de renta fija de uno de productos derivados de renta variable, en cuanto a los miembros del mercado, tiene sus ventajas. Dos, es importante que existan uno o dos mercados que no compitan para que tengan liquidez. Es decir, que no ofrezcan los mismos contratos. Eso iría en detrimento de la liquidez de ambos y del desarrollo del crecimiento de los contratos. Tres, evidentemente, todo lo que sea ahorrar costes, desde el punto de vista de operativa de sistema por instrumentos y personal común, es positivo. Debería apuntarse hacia dos ámbitos, por lo que la división actual de futuros y opciones no es válida. Es más válida la idea renta fija *versus* renta variable y buscar una coordinación que asegure la liquidez y el aprovechamiento de las economías de escala.

—*Los diez grandes mediadores del mercado se llevan aproximadamente la mitad del negocio de corretajes, y quedan muchas pequeñas sociedades y agencias. ¿Habrá, a corto plazo, una campaña de fusiones o absorciones?*

—Entiendo que el problema, más que de número (aunque sé que es muy amplio para lo que hay), es de estrategias empresariales. Nos encontramos con sociedades de valores con relativo tamaño e insuficiente rentabilidad y firmas con grandes entidades financieras detrás, cuya cuota de mercado no se corresponde con la que tienen esas entida-

des. Y también lo contrario. Sé que varios miembros del mercado siguen reflexionando. Pero debemos esperar a finales de año para ver las consecuencias de dos hechos importantes. Uno, la desaparición del límite de porcentaje accionario que se reserva a los antiguos agentes de cambio y Bolsa en las sociedades y agencias de valores y Bolsa, lo que va a despejar mucho el panorama, y dos, la liberalización plena de las comisiones, lo que cambiará el escenario de los miembros de Bolsa en cuanto a los términos de referencia del negocio. Probablemente, hasta que estas dos cosas no estén en vigor no habrá movimientos significativos.

«LA REFORMA DEL MERCADO HA HECHO LA BOLSA MAS ATRACTIVA PARA EL INVERSOR»

PEDRO GUERRERO

Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid

La Bolsa de Madrid ha sido, sin lugar a dudas, el más activo mercado español a la hora de implantar las innovaciones que comporta la reforma del mercado de valores. Más que un «caldo de cultivo»,

la Bolsa madrileña ha sido impulsora, en buena parte, de dicha reforma. La opinión de Pedro Guerrero, Presidente de su Rectora, supone un punto de vista de innegable trascendencia.

—¿Cuáles son los efectos más importantes de la reforma del mercado de valores? ¿Considera suficiente esta reforma?

—En la reforma hay que distinguir dos aspectos distintos, aunque obviamente relacionados: la modificación del entorno institucional, con el paso de un sistema basado en los agentes individuales, fedatarios públicos, y que actúan en un régimen de *numerus clausus*, a otro basado en las sociedades y agencias de valores, creadas libremente, que compiten entre sí, y la instauración de un sistema nuevo de contratación electrónica —el mercado continuo—, que ha sustituido, para los principales valores, a la contratación a viva voz en los tradicionales corros.

En relación con el primer aspecto, considero que constituye un paso esencial en la creación de un mercado moderno y competitivo. En éste, como en tantos otros terrenos de la actividad económica, la competencia entre operadores es fundamental para asegurar que el mercado no se estanca y que



sigue evolucionando a tenor de los tiempos. El inversor español dispone hoy, como consecuencia de la reforma, de unos servicios mucho más profesionalizados y de una mejor información que le ayudan en su labor de tomar decisiones. El otro aspecto de la reforma ha sido la implantación de un sistema de contratación electrónica —el mercado continuo—, que actualmente funciona para 134 valores, que representan más del 80 por 100 de la contratación en la Bolsa de Madrid. Este sistema ha constituido, sin duda, un importantísimo paso para dar mayor transpa-

rencia al mercado, es decir, para asegurar que cualquier tipo de inversor, sea grande o pequeño, esté vinculado con otras instituciones financieras o no, tiene acceso, en igualdad de oportunidades, a la información sobre las transacciones que están teniendo lugar en el mismo.

No quiero decir con esto que no queden cosas por hacer. En particular, una vez realizada la reforma del núcleo fundamental del mercado, que es el

sistema de contratación, es necesario poner en funcionamiento lo que constituyen sus mecanismos auxiliares: el sistema de liquidación y el de encaminamiento de órdenes al mercado. En el primero de estos terrenos se está avanzando, aunque no con la celeridad que desearíamos en la Rectora de la Bolsa de Madrid, ya que, por imperativos legales, la Sociedad de Compensación y Liquidación que ha de crearse para administrar el sistema estará participada por una pluralidad de entidades financieras. En cuanto al sistema de encaminamiento de órdenes al mercado, la Rectora de la Bolsa de Valores de Madrid creó, en el último trimestre de 1990, una sociedad filial (la Sociedad General de *Routing*) que ha puesto en marcha un nuevo servicio de canalización automática, que permite la recolección y recepción de órdenes, por parte de las sociedades y agencias de valores y Bolsa, y su incorporación al mercado para ser negociadas. El servicio ofrece una conexión automática con el mercado continuo, lo que evita la reintroducción manual de los datos. Por su parte, las entidades financieras no miembros del mercado pueden acceder también al servicio de canalización para enviar, mediante transmisión electrónica, sus instrucciones a cualquier sociedad o agencia cliente del servicio.

El mercado bursátil necesita, además, la puesta en funcionamiento de mercados adyacentes: los de productos derivados (opciones y futuros) sobre acciones e índices. De todos es conocido que estos proyectos han encontrado importantes dificultades políticas que han dado lugar a un considerable retraso en su puesta en funcionamiento. Algunos de estos problemas se encuentran en camino de solución, aunque de una forma que, personalmente, entiendo que no es enteramente satisfactoria, puesto que va a dar lugar a unos mercados excesivamente disociados entre sí. Es esencial que estos mercados entren pronto en funcionamiento, ya que ofrecen unos productos que amplían la gama de posibilidades abiertas al inversor, a la par que permiten mejorar, de manera notable, la cobertura de riesgos en la gestión de carteras.

En otro terreno, la Rectora de la Bolsa de Madrid se ha planteado la necesidad de ofrecer un mejor servicio en la contratación de renta fija, lo que permitirá atender las necesidades de un mercado que creemos ha de crecer de manera importante en el futuro. Esperamos poner en funcionamiento este sistema en el verano del año en curso.

—*¿Cuáles son los motivos por los que se avanza con retraso en la construcción de un mercado único europeo en materia bursátil? ¿Cuáles serían los*

principales efectos de este mercado único para España?

—Ha de tenerse en cuenta que la plena libertad de movimientos de capital en la Europa comunitaria lleva funcionando menos de un año, y aun así no se aplica todavía enteramente en todos los países (España, por ejemplo, dispone todavía de una fase transitoria de adaptación). Por ello, es lógico que se haya tardado un cierto tiempo en perfilar cómo deben configurarse los futuros mercados de capitales. Además, hasta fecha muy reciente, existía una diversidad de opiniones que impedía avanzar en este terreno. Sin embargo, las cosas han variado mucho en los últimos meses, y ahora existe un consenso mucho más amplio respecto a lo que se quiere hacer. Este consenso se ha concretado en la creación de una nueva sociedad, «Euroquote», que, de momento, tendrá un papel limitado a la disseminación de la información, pero que fácilmente podrá convertirse en un mecanismo electrónico, deslocalizado, de interconexión de las bolsas de los países miembros. Las líneas maestras de la evolución que se considera deseable están, pues, establecidas.

—*¿Considera excesivo el número de sociedades y agencias de valores que operan en nuestro país? ¿Cuál sería su número más apropiado?*

—El mercado español funciona ya bajo un régimen de libertad, régimen que se llevará hasta sus últimas consecuencias cuando se produzca la plena liberalización de comisiones a partir de 1992. En un mercado de este tipo, mi opinión, y la de cualquier otra persona, respecto al número óptimo de participantes es irrelevante; es el propio mercado el que determinará qué sociedades sobreviven y cuáles deben cesar sus actividades.

—*¿Qué opinión tiene acerca del desplazamiento de los mercados financieros hacia los inversores de tipo institucional, en detrimento de los inversores individuales? ¿Se protege de forma suficiente en España al pequeño inversor?*

—En relación con este aspecto, ya he expresado mi opinión en mi primera respuesta. Los mercados organizados y regulados oficialmente, como es el caso de la Bolsa, tienen una función que es la de asegurar que las condiciones en las que se realizan las transacciones sean conocidas por todo el mundo y que, por tanto, todos los inversores pueden participar en igualdad de oportunidades. La proliferación de mercados no regulados elimina esta transparencia, con un doble efecto negativo sobre el pequeño inversor: por un lado, las personas que

no tienen acceso directo a ellos acaban contratando en condiciones mucho más desfavorables que quienes lo tienen; por otro, existe un riesgo indirecto, ya que en ellos se pueden realizar operaciones incorrectas por ciertos inversores institucionales, lo que redundaría en claro perjuicio de quien realiza aportaciones a estas instituciones.

Es cierto que algunos de estos mercados se han desarrollado como respuesta a la excesiva rigidez de la normativa que se aplica a los mercados regulados. Por ello, las autoridades de tutela tienen ante sí una labor extremadamente delicada: deben asegurar que los mercados ofrecen suficientes garantías, pero al mismo tiempo deben evitar encausarlos en un marco legislativo que impida su eficaz funcionamiento.

Como he señalado antes, creo que, en lo que a nosotros atañe, el funcionamiento transparente del mercado y la adecuada persecución de las operaciones con información privilegiada constituyen las mayores garantías que pueden ofrecerse al pequeño inversor.

—¿Cómo contempla la pérdida de importancia relativa de las bolsas regionales españolas y los esfuerzos de éstas por una diversificación de sus actividades?

—La pérdida de importancia relativa de las bolsas regionales españolas me parece un fenómeno inevitable, ya que la industria financiera tiende, por razones prácticas de toda índole, hacia la concentración geográfica. Esto puede contemplarse claramente en la configuración que adoptan los mercados en todos los países, con la sola excepción de los Estados Unidos, donde el enorme desarrollo

del sector permite soportar una cierta pluralidad de centros financieros.

Las bolsas regionales, como todo prestador de servicios, tienen un lógico deseo de incrementar sus actividades ofreciendo nuevos productos. Sin embargo, cuando esta evolución fructifica no tanto por las circunstancias del propio mercado cuanto por el impulso de las autoridades públicas, se corre un grave riesgo de incurrir en ineficiencias. Creo que el mercado español, que en términos comparativos internacionales tiene un desarrollo limitado y que se encuentra sometido ya a la competencia de los mercados extranjeros, puede resentirse gravemente de una configuración excesivamente dispersa que dificulte el apoyo de unos mercados con otros.

—¿Considera que la reforma del mercado de valores ha facilitado la captación de recursos financieros por parte de la empresa española?

—Como he señalado antes, la reforma del mercado ha hecho a la Bolsa más atractiva para el inversor. Desde ese punto de vista, facilita la labor de las empresas de captar recursos en ella. Sin embargo, los aspectos operativos del mercado, que son los que he comentado, no son los únicos, ni siquiera los más importantes. El sistema fiscal español actúa como un poderoso desincentivo del ahorro, en especial del ahorro que se invierte en capital riesgo; constituye, por tanto, el principal obstáculo a la afluencia del inversor a los mercados bursátiles. Naturalmente, mientras sea insuficiente la demanda de títulos cotizados en Bolsa, también lo será su oferta, es decir, el número de empresas que utiliza nuestro mercado para obtener financiación.

«EL CAMBIO BURSÁTIL SE ESTA TRADUCIENDO EN UNOS SUPERIORES NIVELES DE COMPETITIVIDAD EN EL MERCADO»

JOSE SAMPER

Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia

José Samper es un verdadero defensor de la continuación en los pasos dados hacia la creación de un mercado bursátil europeo. El Presidente de la Rectora

de la Bolsa de Valencia apunta, en paralelo, la necesidad de dotar a las bolsas españolas de menor tamaño de una dimensión más regional.

—¿Cuáles son los efectos más importantes de la reforma del mercado de valores? ¿Considera suficiente esta reforma?

—Dada la gran profundidad y alcance de la reforma del mercado de valores español, los efectos de ésta, aun dejándose sentir ya en algunos sentidos, se habrán de ir poniendo plenamente de manifiesto a medida que vaya transcurriendo el tiempo necesario. Piénsese, en efecto, que supone nada menos que un cambio de modelo bursátil, la sustitución de una concepción bursátil por otra absolutamente diferente. Por ello, no puede esperarse que las consecuencias de semejante reforma se agoten o alcancen sólo en un par de años.

Téngase en cuenta, además, que ni siquiera ha concluido todavía totalmente, aunque esté muy cercano su fin, el proceso de modificaciones legales o desarrollos reglamentarios que, para la culminación de la reforma, se precisan. Incluso debe considerarse que diferentes preceptos de la Ley del Mercado de Valores tienen una entrada en vigor



sucesiva. Aún está pendiente la regulación de los nuevos procedimientos de liquidación, compensación y anotaciones en cuenta, la referente a los mercados de productos financieros derivados (todavía sin funcionar en nuestras bolsas, aunque próximos a hacerlo) y la referida a cuestiones tales como OPA u operaciones especiales. Pero, como digo, se prevé que en los meses venideros quede terminada la reforma en su concreción normativa.

Expuesto lo que antecede, yo creo que el mayor éxito cosechado hasta ahora por la renovación bursátil que se viene operando en nuestro país lo constituye la misma aceptación que esa renovación está teniendo, el sentimiento generalizado existente en el mercado de que era necesario, inevitable, un cambio como el que está teniendo lugar en nuestro mercado de valores. Cambio bursátil que se está traduciendo en unos superiores niveles de competitividad en el mercado, en una mayor eficacia operativa, en una más palpable transparencia en las operaciones y en una más consistente protección del inversor.

—¿Cuáles son los motivos por los que se avanza con retraso en la construcción de un mercado único europeo en materia bursátil? ¿Cuáles serían los principales efectos de este mercado único para España?

—Resulta fácil de comprender que un proyecto de esa naturaleza y envergadura no pueda llegar a implantarse sino tras muchas y largas reuniones y negociaciones a lo largo del tiempo.

Como se sabe, el proyecto comprende, en realidad, varias fases, concretadas en la del «Eurolist» y la del «Euroquote». El proyecto «Eurolist», con objetivos quizá más modestos que los que pudieran ser objetivos máximos del «Euroquote», implica, sin embargo, un buen número de problemas técnicos, que no siempre se pueden solucionar o salvar con rapidez ni facilidad. Piénsese, por ejemplo, en ciertas diferencias existentes entre algunos países de la CEE en cuanto al régimen de admisión en Bolsa de valores extranjeros, en el papel que en esa materia corresponde desempeñar, en cada caso, a los correspondientes órganos supervisores del mercado, o en algunos requisitos que obligan a cumplir las diferentes reglamentaciones nacionales para la permanencia de los valores en negociación.

Yo entiendo que el proyecto de mercado bursátil europeo ha de ser necesariamente beneficioso para el mercado de valores español —como lo será también para el conjunto de mercados europeos—, pues no otro puede ser el resultado derivado de la creación de este espacio bursátil europeo más amplio y competitivo, que, además, se ha de construir mediante la adecuada interconexión de los mercados bursátiles nacionales afectados.

—¿Considera excesivo el número de sociedades y agencias de valores que operan en nuestro país? ¿Cuál sería su número más apropiado?

—Resulta un tanto incierto dar una cifra concreta en relación con el número de sociedades y agencias de valores que precisaría el mercado español. Entre otras cosas, habría que atender antes a la propia dimensión que el negocio bursátil puede alcanzar en nuestro país en el futuro próximo, máxime si se piensa que aún están por desarrollar segmentos del mismo tan importantes como el relativo a la renta fija y a los productos derivados. Debe considerarse, asimismo, que, según cuál sea la coyuntura bursátil de cada momento, el número de intermediarios operantes en el mercado puede parecer más o menos grande, sin olvidar tampoco el régimen legal de las comisiones o la competencia procedente del exterior.

Es por eso por lo que yo prefiero dejar que sea el propio mercado el que vaya dando la respuesta precisa a esa pregunta en cada situación, igualmente precisa, de dicho mercado.

—¿Qué opinión tiene acerca del desplazamiento de los mercados financieros hacia los inversores de tipo institucional, en detrimento de los inversores individuales? ¿Se protege de forma suficiente en España al pequeño inversor?

—El pequeño inversor debe estar igual de protegido (y ya dejé dicho antes que tal protección se está viendo muy reforzada conforme se avanza en el proceso de reforma bursátil de nuestro país) si accede al mercado bursátil directamente que si lo hace a través de alguna de las fórmulas existentes de inversión colectiva. La elección, pues, entre una u otra forma de canalizar la inversión en valores dependerá de otro tipo de consideraciones.

En verdad, al menos en un primer momento, es recomendable en general que los inversores pequeños y medianos, aparte de contar con el adecuado asesoramiento de los profesionales del mercado, acudan al mercado de valores vía instituciones de inversión colectiva, las cuales, como es de sobra conocido, permiten al ahorrador contar con una diversificación de su inversión, una gestión profesionalizada de ésta y una mayor liquidez de dicha inversión, a lo que habría que añadir las ventajas fiscales de las que se puede disfrutar invirtiendo en valores de esas entidades.

Es por todo esto por lo que opino que el aumento que han experimentado en nuestro país las fórmulas colectivas de inversión en los últimos cinco años (aumento constatable tanto si se mide por el número de entidades como por el volumen de las inversiones de éstas o por el número de partícipes de los fondos de inversión) debe ser juzgado favorablemente. Incluso cabe decir que aún se tiene que progresar más en el desarrollo de la inversión bursátil de carácter colectivo.

—¿Cómo contempla la pérdida de importancia relativa de las bolsas regionales españolas y los esfuerzos de éstas por una diversificación de sus actividades?

—Aquí se debe puntualizar inmediatamente que en España todas las bolsas existentes son de ámbito nacional. Las cuatro bolsas españolas, en efecto, tienen una única y común regulación, y las cuatro participan, por igual además, en el Sistema de Interconexión Bursátil.

Lo que ocurre es que tal proyección nacional (que también se manifiesta participando en otros

proyectos, como el de los productos financieros derivados, a través de «Mofex, S. A.» no obsta para que, al mismo tiempo, como en el caso de la Bolsa de Valencia, se intente dotar a ésta de una dimensión regional, esto es, que la Bolsa sea capaz de prestar unos servicios adicionales que redunden en beneficio directo de las instituciones, las empresas, los ahorradores y el conjunto de la economía y la sociedad valencianas.

Al menos en el caso valenciano, la «diversificación de actividades» va en esa dirección. Puedo precisar que se está trabajando, con el decidido apoyo de nuestra Generalitat e instituciones económicas valencianas más relevantes, instrumentado a través de la Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros, en tres proyectos concretos: mercado de deuda pública valenciana, mercado de futuros basado en productos cítricos y mercado bursátil de empresas valencianas.

—¿Considera que la reforma del mercado de valores ha facilitado la captación de recursos financieros por parte de la empresa española?

—Aún es pronto para poder constatar estadísticamente los efectos que la reforma del mercado de valores pueda tener sobre la captación de recursos financieros en dicho mercado por parte de las empresas españolas. Además, la financiación empresarial vía mercado de valores es una magnitud que depende casi perfectamente de la propia evolución de ese mercado y del comportamiento coyuntural de la economía en general. Es una variable, pues, afectada o explicada, en gran medida, por factores coyunturales y en la que, por tanto, resulta muy difícil aislar y estimar el impacto que sobre ella pueda producir la reforma bursátil.

En todo caso, según dejé dicho, la reforma del mercado español de valores era de todo punto necesaria para su mejor y más eficaz funcionamiento, y esto significará, antes o después, entre otras cosas, unas mayores facilidades para las empresas que acudan a dicho mercado en busca de financiación, aunque a tal fin otros aspectos de interés, como el referente a la fiscalidad, deberían contemplarse de manera más favorable para nuestro mercado de valores.

«EN EL FUTURO, EL PESO DEL MERCADO LO LLEVARAN LAS INVERSIONES INSTITUCIONALES»

JOSE LUIS DAMBORENEA

Viceconsejero de Finanzas del Gobierno Vasco

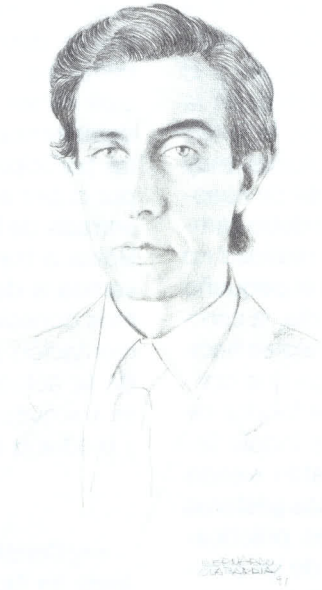
José Luis Damborenea Ortiz de Zárate es un defensor a ultranza del desarrollo de la Bolsa de Bilbao y su crecimiento como exponente de la importancia de la economía vasca en general.

Desde su puesto en el gobierno vasco, y su consiguiente presencia en el mercado bursátil bilbaíno, su punto de vista ofrece alternativas interesantes a las corrientes de opinión existentes.

—¿Cuáles son los efectos más importante de la reforma del mercado de valores? ¿Considera suficiente esta reforma?

—Creo que el aspecto más importante de la reforma del mercado de valores está en el establecimiento del mercado continuo, que si bien comenzó a funcionar antes de la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores, fue una consecuencia de su promulgación. Ello ha permitido la interconexión de las cuatro bolsas, aumentando la liquidez del mercado, con un único precio a cada instante; además, el mercado interconectado asegura la transparencia en la información, garantizando la igualdad de actuación de los operadores.

—¿Cuáles son los motivos por los que se avanza con retraso en la construcción de un mercado único europeo en materia bursátil? ¿Cuáles serían los principales efectos de este mercado único para España?



—Existe una falta de armonización fiscal, continúa sin consolidarse una política económica común y, además, los mercados no están preparados, ya que aún se hallan excesivamente localizados y los procesos y plazos de compensación y liquidación son diferentes según los países. Por otra parte, la mayoría de los países se encuentran limitados por legislaciones que tienen por objeto controlar los mercados.

En lo referente a la segunda pregunta, es difícil definirse; pero creo que si bien en un principio puede suponer una cierta pérdida de cuota de mercado, ello no me parece que comportara la desaparición de las actuales bolsas. Lo que sí se establecerá es una gran competitividad entre los distintos centros financieros, pero, por otra parte, no creo que las actuales relaciones emisor-inversor en bolsas locales cambie sustancialmente, por lo menos a medio plazo.

—¿Considera excesivo el número de sociedades

*y agencias de valores que operan en nuestro país?
¿Cuál sería su número más apropiado?*

—Es difícil establecer el número óptimo de sociedades y agencias; en todo caso, es algo que lo irá determinando el propio mercado. Lo que sí es cierto es que si hablásemos exclusivamente en términos de corretajes, la cifra total del mercado se viene repartiendo de forma muy desigual, de manera que prácticamente diez firmas se reparten aproximadamente el 45 por 100 del mercado, porcentaje que puede elevarse significativamente a partir de enero de 1992 con la liberalización de las comisiones. Por lo tanto, pocos van a poder vivir de la simple intermediación, por lo que el resto deberá ofrecer un mayor valor añadido y buscar su nicho en gestión de patrimonios, operaciones de *corporate* y trato muy personalizado y profesional al cliente, lo cual les puede permitir continuar en el mercado.

—¿Qué opinión tiene acerca del desplazamiento de los mercados financieros hacia los inversores de tipo institucional, en detrimento de los inversores individuales? ¿Se protege de forma suficiente en España al pequeño inversor?

—Es un hecho incuestionable que en el futuro el peso del mercado lo llevarán las inversiones institucionales; así ha ocurrido en otros países, y el nuestro no va a ser diferente. No obstante, en la actualidad, en nuestro mercado bursátil, la inversión colectiva e institucional tiene un volumen muy inferior al de otros países, especialmente de nuestro entorno. Sin embargo, esta situación debe cambiar en el futuro inmediato. Esta nueva realidad no creo que signifique desprotección para el pequeño inversor, más bien al contrario. Hoy en día, la complejidad creciente de los mercados de valores hace necesario que el pequeño inversor tenga que confiar sus ahorros o bien a las gestoras de fondos de inversión colectiva —cuyas ventajas de índole fiscal, por otra parte, creo que no les están siendo suficientemente explicadas—, o bien a las gestoras de patrimonios. En nuestro tiempo, es prácticamente imposible hacer un seguimiento de las posibilidades de inversión más favorables en cada momento sin una dedicación profesional y sin una estructura que lo permita. Es decir, ni siquiera dedicando la jornada laboral completa, un inversor individual podría hacerse una idea de las inversiones más convenientes. Por ello, creo que deben confiar sus ahorros a instituciones que puedan garantizarles una buena rentabilidad. El problema estará en elegir la mejor gestora de patrimonios o el mejor fondo de inversiones.

—¿Cómo contempla la pérdida de importancia relativa de las bolsas regionales españolas y los esfuerzos de éstas por una diversificación de sus actividades?

—En primer lugar, quisiera hacer un comentario acerca del término «Bolsa regional». Porque si Bolsa regional significa que, por ejemplo, cuando se habla de Bolsa de Bilbao se piensa sólo en el País Vasco, y en el caso de las bolsas de Barcelona y de Valencia en Cataluña o el País Valenciano, entonces no puedo estar de acuerdo con dicho término. Creo que cuando hablamos de cuatro bolsas españolas no le debemos dar a ninguna de ellas un ámbito geográfico determinado, dado que cada una de ellas está en disposición de canalizar hacia el mercado de valores inversiones procedentes de cualquier punto geográfico del Estado o del extranjero.

Volviendo a la pregunta concreta, y refiriéndome a la Bolsa de Bilbao, es cierto que en los últimos años perdió importantes volúmenes de contratación, pero no ha sido así desde la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores. Nuestra Bolsa se ha mantenido en el nivel del 6 por 100 del total nacional. Creemos, no obstante, que no es la cuota que le corresponde, porque ese porcentaje ni siquiera debiera corresponder al País Vasco. Tal como he explicado anteriormente, nuestra vocación es ser una Bolsa macrorregional y, por tanto, debiéramos incrementar significativamente nuestra participación. Uno de los nichos que aún falta por cubrir en nuestro panorama bursátil es el de la entrada de las pequeñas y medianas empresas en Bolsa a través de un segundo mercado, y a ello vamos a dedicar nuestros esfuerzos, aunque somos conscientes de su dificultad, ya que su implementación pasa por una modificación sustancial de la actual legislación fiscal y también por una mayor cultura financiera y empresarial del pequeño y mediano empresario.

—¿Considera que la reforma del mercado de valores ha facilitado la captación de recursos financieros por parte de la empresa española?

—En los dos últimos años, las emisiones de renta fija y renta variable han disminuido, pero creo que por causas ajenas a la reforma del mercado de valores. Las causas hay que encontrarlas en los altos tipos de interés y en las altas rentabilidades de activos financieros alternativos, y también, durante 1990, la crisis del Golfo Pérsico ha influido en el retraimiento de las emisiones.

«LA ECONOMIA VASCA NECESITA UN MERCADO DE VALORES QUE SE ACOUPLE A SUS ESPECIFICIDADES»

JOSE IGNACIO BERROETA
Presidente de la Bilbao Bizkaia Kutxa

Desde su reciente creación por fusión de las dos cajas de ahorros vizcaínas, la Bilbao Bizkaia Kutxa (BBK) se ha mostrado como una de las entidades de ahorros más activas en el terreno bursátil.

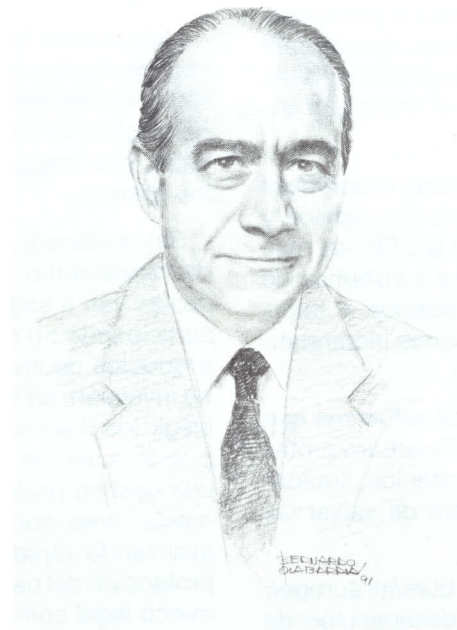
Su Presidente, José Ignacio Berroeta, apuesta claramente por la conexión del hasta ahora tradicional negocio de las cajas con el renovado universo de los mercados de valores, sin perder las relaciones regionales.

—¿Cuáles son los efectos más importantes de la reforma del mercado de valores? ¿Considera suficiente esta reforma?

—La reforma del mercado de valores ha representado el acercamiento de nuestro mercado a los más desarrollados de nuestro entorno económico. Ha puesto las bases de funcionamiento para el desarrollo necesario del mercado de valores que exige un sistema financiero moderno.

En primer lugar, la interconexión bursátil ha agilizado los procedimientos de negociación, dando mayor fluidez y eficiencia al mercado, y reduciendo las posibilidades de manipulación en la formación de los precios. Esta notable mejora en la renta variable ha de trasladarse a la negociación del resto de los activos financieros (renta fija, futuros, opciones...).

Igualmente, se ha mejorado en la transparencia del mercado al aumentarse los requisitos de información por parte de los emisores, tanto en el mo-



mento de la emisión de los valores como, posteriormente, en su negociación en los mercados secundarios (folleto de emisión, información periódica de la sociedad, información puntual de hechos relevantes...).

Por otra parte, se ofrecen mayores niveles de seguridad y garantía al inversor por parte de las entidades que operan en los mercados, al cumplir unos mínimos de solvencia y estar sometidas a inspección periódica por la CNMV.

Sin embargo, quedan pendientes aspectos de vital importancia, algunos de los cuales ya fueron previstos en la reforma. En este sentido, destacaría la mejora en el sistema de compensación y liquidación de valores que agilice más la operativa bursátil, el diseño claro y el desarrollo de los mercados de opciones y de futuros, como instrumentos de cobertura, la generalización del crédito al mercado, la tipificación de los delitos bursátiles, como el *insider trading*, y la mejora de la regulación sobre OPA, aclarando ciertas situaciones no contempladas en la regulación actual

y erradicando determinadas prácticas de actuación.

Otros aspectos que necesitan una mayor potenciación y que constituyen una asignatura pendiente del mercado son los fondos de inversión colectiva, como sistema de acercamiento del pequeño inversor hacia Bolsa, y los fondos de pensiones.

—*¿Cuáles son los motivos por los que se avanza con retraso en la construcción de un mercado único europeo en materia bursátil? ¿Cuáles serían los principales efectos de este mercado único para España?*

—La unificación del mercado bursátil a nivel europeo, como un elemento más del gran mercado único, se enfrenta con los problemas comunes a éste, y además con algunas trabas específicas.

El problema general de pérdida de autonomía de los países miembros, provocado por la necesaria coordinación de las diferentes políticas económicas, monetarias y fiscales, es por todos conocido.

Un mercado bursátil europeo exige la plena liberalización del movimiento de capitales, que no será posible sin la armonización de la legislación fiscal. Este es un punto fundamental en el desarrollo comunitario.

En materia bursátil, aparecen trabas específicas como consecuencia de la diferente concepción y diseño del mercado de valores. En la CEE hay más de cuarenta bolsas, cuya operativa y sistemas de contratación, compensación, liquidación e información son diferentes, y en ocasiones incompatibles.

No obstante, son importantes los esfuerzos que se están realizando. El proyecto «Pipe/Euroquote» articula un sistema único de contratación, liquidación y compensación con el objeto de salvar las dificultades expuestas.

La construcción de un mercado bursátil europeo no comportará, sin embargo, la desaparición de los mercados nacionales. En él se negociarán algunos de los valores de mayor volumen de contratación, los cuales actualmente están presentes en varias bolsas.

—*¿Considera excesivo el número de sociedades y agencias de valores que operan en nuestro país? ¿Cuál sería su número más apropiado?*

—El volumen del mercado de valores no permitirá el mantenimiento del número de sociedades y

agencias de valores que operan actualmente cuando el próximo año se liberalice el mercado.

Las sociedades participadas por entidades financieras tienen asegurado su futuro por el apoyo del grupo al que pertenecen. Las sociedades independientes de grupos financieros, con una estructura de personal ajustada, informática adecuada, que ofrezcan un servicio diferenciado (análisis propio...) y que hayan alcanzado una cuota de mercado suficiente podrán competir y mantenerse en él. Quienes no se encuentren en esta situación pasarán grandes dificultades, tendiendo a desaparecer. El número de sociedades disminuirá de forma gradual en función de las exigencias del mercado.

—*¿Qué opinión tiene acerca del desplazamiento de los mercados financieros hacia los inversores de tipo institucional, en detrimento de los inversores individuales? ¿Se protege de forma suficiente en España al pequeño inversor?*

—Pienso que se trata de una evolución lógica debido al alto grado de sofisticación, tanto del mercado como de los productos financieros que en él se negocian.

Únicamente las grandes instituciones cuentan con los medios adecuados para acceder a los sistemas de información actualmente imprescindibles para actuar en los mercados de valores y, qué duda cabe, con equipos de profesionales expertos en los mismos.

Sin embargo, aun aceptando este proceso de desplazamiento, opino que los inversores individuales van a seguir jugando un papel importante, participando no de forma directa, sino a través de productos de inversión colectiva como los fondos de inversión, en los que el pequeño inversor puede elegir los distintos niveles de riesgo que está dispuesto a asumir, garantizándose al mismo tiempo una gestión profesional de sus inversiones. Finalmente, creo que nuestro sistema financiero está avanzando rápidamente en lo que respecta a la protección del pequeño inversor, tanto por el nuevo marco legal como por el propio interés de las instituciones financieras en conservar un segmento de la clientela que, sin lugar a dudas, está adquiriendo una cultura financiera que demanda de ellas un trato de calidad.

—*¿Cómo contempla la pérdida de importancia relativa de las bolsas regionales españolas y los esfuerzos de éstas por una diversificación de sus actividades?*

—Las bolsas regionales han experimentado descensos en cuanto a los volúmenes de contratación,

si bien pienso que esto no es reflejo de una pérdida de su importancia o peso en el sistema financiero estatal.

Es indudable que la economía vasca está en proceso de relanzamiento, por lo que necesita un mercado de valores que se acople a sus propias especificidades. En este sentido, las autoridades bursátiles vascas y las propias instituciones financieras del país están afrontando el reto de la competitividad desarrollando distintos proyectos: Central de Anotaciones de la Deuda Vasca y Renta Fija, un segundo mercado de valores mobiliarios, mercado de opciones, sistema de liquidación y compensación ágil y barato, mercado de pagarés de empresa, etc., proyectos que van a situar a la Bolsa de Bilbao en condiciones de competir y aumentar su cuota de mercado. Este esfuerzo me parece necesario, y en este sentido creo que las instituciones financieras que actúan en este entorno territorial tienen la obligación de implicarse en este proceso y apoyar su desarrollo. Las cajas vascas han apostado por ello desde el principio, constituyendo conjuntamente una sociedad de valores y bolsa (NORBOLSA), miembro exclusivamente de la Bolsa de Bilbao.

En resumen, opino que las actividades a desarrollar en los mercados bursátiles son muy amplias y

que la subsistencia de las bolsas regionales está asegurada vía especialización, abaratamiento de costes en la operativa y calidad de servicio.

—*¿Considera que la reforma del mercado de valores ha facilitado la captación de recursos financieros por parte de la empresa española?*

—Quizás es un poco prematuro valorar la incidencia de la reforma a este respecto, teniendo en cuenta además que la coyuntura económica y la evolución de los mercados no ha sido la más favorable. Sin embargo, tengo el convencimiento de que se ha dado un paso importante al establecerse las bases para un mercado de valores bien organizado. Este proceso debe ir apoyado por medidas de tipo fiscal que incentiven a empresas grandes de sectores importantes que no están en la Bolsa a incorporarse a ella.

Por otra parte, creo que la implantación de mercados organizados de activos de renta fija, como el desarrollado por la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros y los proyectados por las bolsas de valores, automatizando y agilizando el mercado secundario de estos activos, constituyen un paso hacia adelante que, sin lugar a dudas, abre un amplio abanico de posibilidades.

«PARECE RAZONABLE QUE, DENTRO DE UN MISMO ESTADO, SE TIENDA A UNA ESPECIALIZACION DE LOS MERCADOS»

FRANCESC COSTABELLA
Director General de la Caixa de Catalunya

El Director General de la Caixa de Catalunya es uno de los ejecutivos que más decisivamente han influido en la modernización del sector de las cajas de ahorros.

Francesc Costabella ha conseguido hacer de la citada caja una de las más activas

en todos los mercados financieros, de forma directa o a través de asociaciones con otras firmas. Sus opiniones constituyen una interesante perspectiva del mercado bursátil a través de los ojos de las cajas de ahorros.

—¿Cuáles son los efectos más importantes de la reforma del mercado de valores? ¿Considera suficiente esta reforma?

—Los efectos más importantes de la reforma son una mayor transparencia en la formación de los cambios, gracias a la introducción del mercado continuo y a unas mayores garantías para el inversor, al pasar de un sistema corporativo a otro de sociedades anónimas, con mayor movilidad de socios, supervisado por una comisión nacional. Este esquema, que se adapta más al de otros países de nuestro entorno, ha permitido avanzar en la formación de un único precio, en la publicación de todos los precios a los que se realizan transacciones, en una mayor transparencia informativa y en mejores prácticas de contratación, cerrando campos al desarrollo del *inside trading*.

La reforma, de momento, es suficiente, aunque está en proceso de ser completada, como es el



caso de la próxima regulación del sistema de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles. No obstante, es probable que cuando esté culminada surjan nuevas cuestiones a reformar que en la actualidad no se presentan como tan urgentes.

—¿Cuáles son los motivos por los que se avanza con retraso en la construcción de un mercado único europeo en materia bursátil? ¿Cuáles serían los principales efectos de este mercado único para España?

—Son motivos complejos que van desde la cesión de competencias y control por parte de los distintos países a las garantías necesarias para los inversores españoles y hasta la solución del problema de la fiscalidad y de los movimientos de capitales. Por esto es difícil avanzar hacia un mercado único europeo hasta que no se consiga una armonización en las políticas fiscales y monetarias. Una prematura apertura hacia el mercado único podría

tener efectos graves para los mercados y la industria de valores españoles.

Deben tenerse en cuenta los últimos desarrollos en otros mercados, en los que se ha pasado a primar menos la liquidez y a confiar más en el propio juicio sobre el riesgo de cada valor y la posible rentabilidad a obtener. Ello ha favorecido las colocaciones privadas de títulos entre un pequeño número de inversores (institucionales en su mayoría), evitando así el cumplimiento de las normas generales de los mercados y aprovechando las ventajas fiscales que ofrecen algunos países.

—*¿Considera excesivo el número de sociedades y agencias de valores que operan en nuestro país? ¿Cuál sería su número más apropiado?*

—Cabe diferenciar entre miembros y no miembros de Bolsa. El número actual de sociedades y agencias no es excesivo, y no lo será mientras se consiga que todos los intermediarios de la industria de los valores puedan estar bajo el control de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Esta es una de las ventajas del actual sistema respecto al anterior, que daba lugar a intermediarios fuera de todo control, porque, por ley, tenían prohibido el acceso a la industria de los valores.

En lo que se refiere a las sociedades y agencias miembros de Bolsa, su número parece excesivo pensando que, a partir de 1992, habrá libertad de comisiones. Entonces podría producirse una cierta reducción en su número. No obstante, el problema no está tanto en el número como en garantizar un nivel de competencia que estimule al mercado y evite que algunas instituciones consigan ventajas sobre otras al obtener una posición dominante. Piénsese en el temor que existe en la actualidad, por parte de algunos miembros del mercado, a lo que se llama bancarización de la Bolsa.

—*¿Qué opinión tiene acerca del desplazamiento de los mercados financieros hacia los inversores de tipo institucional, en detrimento de los inversores individuales? ¿Se protege de forma suficiente en España al pequeño inversor?*

—Este es un fenómeno internacional en el que se encuentra incluido el mercado español. La respuesta se desarrolla a través de las instituciones

de inversión colectiva, especialmente los fondos de inversión mobiliaria —que en España no son todos gestionados por los grandes grupos financieros—, que permiten al inversor particular tener acceso a una gestión financiera más profesional en momentos de mayor complejidad, a la vez que aprovechar las ventajas fiscales propias de estas instituciones.

España, en definitiva, se suma a un movimiento general que incluso puede ser más importante en el futuro.

—*¿Cómo contempla la pérdida de importancia relativa de las bolsas regionales españolas y los esfuerzos de éstas por una diversificación de sus actividades?*

—La globalización de los mercados es un fenómeno internacional. Recuérdese el hecho de Volvo renunciando a cotizar en la Bolsa de Helsinki porque en Londres negocia más títulos y el coste es más bajo. Parece razonable que, dentro de un mismo Estado, se tienda a una especialización de los mercados. En el caso de la Bolsa de Barcelona, puede mantener una presencia significativa en las actividades tradicionales gracias a contar con una base de ahorro y un tejido empresarial importante en su zona de influencia, si bien éste, especialmente, se centra en la mediana empresa.

—*¿Considera que la reforma del mercado de valores ha facilitado la captación de recursos financieros por parte de la empresa española?*

—Hasta ahora, los resultados obtenidos en este orden son pobres. No sólo se ha tenido poco éxito en la captación de capital, sino también en las emisiones de renta fija, como señala el informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores del año 1990. Quizás en este tema no sólo cuenta la reforma, sino también la capacidad de ahorro de los inversores y el tratamiento fiscal que está recibiendo este ahorro. Recuérdese cómo algunos bancos han salido al extranjero a colocar sus emisiones de obligaciones subordinadas, captando un capital a través de colocaciones privadas que tiene un tratamiento fiscal más favorable que la emisión de acciones. No obstante, es muy importante potenciar la captación de capitales a través de las bolsas porque, en definitiva, ésta es su razón de ser.

«EL FUTURO ES DE LOS INTERMEDIARIOS QUE ENTIENDAN LAS FINANZAS COMO UN SERVICIO PROFESIONAL»

CARMELO LACACI

Consejero-Delegado de Banesto, Lombardía & Lacaci, S. A.

Carmelo Lacaci de la Peña es uno de los más claros exponentes de la «nueva ola» de hombres de Bolsa en España. El Consejero-Delegado de la sociedad de valores y bolsa «Banesto, Lombardía & Lacaci» se muestra convencido de la necesidad de haber incrementado el nivel de competencia en el mercado de valores español como consecuencia de su reforma. Lacaci atesora una gran experiencia

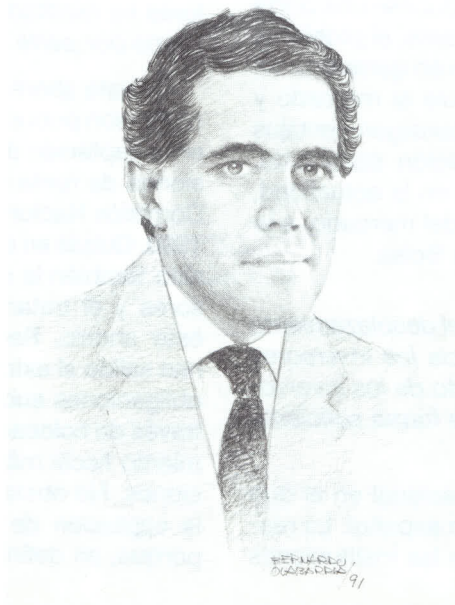
y un acentuado sentido de la prudencia. En su firma, a modo de ejemplo, ha optado por introducir una estructura flexible y altamente profesionalizada ante el citado incremento de la competencia. De momento, los resultados le van dando la razón: «Banesto, Lombardía & Lacaci» es una de las diez primeras firmas de Bolsa por nivel de corretajes, según los datos del pasado ejercicio.

—¿Cuáles son los efectos más importantes de la reforma del mercado de valores?

—Con la Ley de Reforma se modifica la estructura de la industria de valores y se establece un nuevo marco más competitivo, incrementándose la rivalidad entre los intermediarios.

Por una parte, se pone fin al sistema de agentes de cambio y Bolsa (personas físicas) y se introduce un sistema empresarial, similar al anglosajón, constituido por agencias y sociedades de valores (personas jurídicas). Un cambio que supone acabar con la tradicional estructura oligopolística.

Por otro lado, se acaba con la existencia de barreras de entrada al mercado; se rompen las dife-



rencias entre banca, seguros y otros intermediarios financieros y se convierte en factor crucial la gestión eficiente de los recursos tecnológicos y humanos. Como consecuencia, se incrementa la competitividad al tiempo que resulta más caro «estar en la Bolsa», ya que las estructuras son más pesadas y costosas.

Además, se potencia la presencia de la banca doméstica en el mercado de valores, aumenta la complejidad en la forma de operar en los mercados, se establecen sistemas de control y supervisión comparables a los que existen en otros mercados bursátiles más desarrollados y se acrecienta la presencia de los inversores institucionales.

En resumen, la reforma ha impulsado la moder-

nización de la Bolsa española, y su equiparación y armonización con las estructuras y sistemas de funcionamiento de los mercados internacionales más desarrollados.

—¿Considera suficiente esta reforma?

—La reforma aún no ha culminado. Muchos aspectos contemplados en la Ley de Reforma —como, por ejemplo, la creación de un sistema de compensación y liquidación— no han entrado en vigor. Un aspecto todavía no cubierto por completo, y que es capital para el desarrollo y supervivencia del mercado de valores español, es la existencia del mercado de opciones y futuros en renta variable.

—¿Cuáles son los motivos por los que se avanza con retraso en la construcción de un mercado único europeo en materia bursátil?

—Fundamentalmente, dos:

- Por un lado, la muy diferente dimensión de los distintos mercados europeos condiciona la postura de cada uno de ellos. Por ejemplo, la capitalización bursátil del mercado británico en renta variable es unas siete veces superior a la del mercado español, y ésta, a su vez, es doce veces superior a la del mercado portugués. En relación con su economía, el mercado de acciones representa aproximadamente el 25 por 100 del PIB español y el 17 por 100 del portugués; situación que contrasta con el peso de los mercados de valores en otras economías, como la inglesa, en la que la proporción alcanza el 80 por 100.

- Por otro lado, la construcción del mercado único europeo exige la armonización legal y fiscal entre todos sus miembros, tanto en lo que se refiere a la imposición sobre las transacciones bursátiles como en el tratamiento de las retenciones a cuenta sobre rendimientos del capital mobiliario o el tratamiento de las plusvalías en relación con las inversiones bursátiles. La unificación monetaria es el otro gran capítulo pendiente. Y lograr aunar posiciones en este proceso de acercamiento no es fácil.

—¿Cuáles serán los principales efectos de este mercado único para España?

—Todo dependerá de lo que hagamos a partir de ahora. Llegado el momento, lo óptimo sería tener un mercado integrado con un volumen adecuado de productos en renta fija, variable y derivados, con liquidez y unos costes ajustados. De no ser así, lo que podría suceder es que un volumen de

transacciones incluso superior al actual se desplazara hacia un mercado europeo especializado de grandes títulos. Sin embargo, mi filosofía es que el futuro nunca es inevitable.

—¿Considera excesivo el número de sociedades y agencias de valores que operan en España?

—Depende del criterio que utilicemos. Si consideramos el número de intermediarios bursátiles que existen en nuestro país en relación con el tamaño del mercado, vemos que el número es elevado; y, en línea con la tendencia a la concentración que existe en el sector financiero en general, es lógico pensar que este número debería reducirse. Especialmente, en un entorno en el que la actividad de intermediación pura va a tender a unos márgenes más estrechos.

—¿Cuál sería el número más apropiado de sociedades y agencias de valores?

—No se puede establecer un número ideal. Será el mercado —es decir, el cliente— quien realizará esta selección en función del negocio que canalice a través de los diversos intermediarios. Sin embargo, sí podemos precisar las características que deberán reunir aquellos intermediarios que apuesten por el futuro. En este caso, en el medio no estará la virtud. Se tratará de ser rentable, y la rentabilidad estará en los extremos. A la liberalización de comisiones sobrevivirán las pequeñas agencias con estructura muy ajustada, capaces de ofrecer precios muy competitivos, y las grandes sociedades que o bien estén vinculadas a generadores de órdenes, o bien ofrezcan una gran especialización y agresividad en los precios.

Se tratará de evitar el jaque mate, y sólo lo conseguirán los intermediarios que adopten una estructura flexible, cuenten con un equipo altamente cualificado, ofrezcan una mediación integral, sepan establecer alianzas estratégicas, tengan un enfoque global y generen valor añadido al cliente mediante el *marketing* y la informática.

En definitiva, el futuro será de aquellos intermediarios que entiendan las finanzas como un servicio profesional adaptado a las necesidades específicas de cada cliente.

—¿Qué opinión tiene acerca del desplazamiento de los mercados financieros hacia los inversores institucionales, en detrimento de los individuales?

—En España, esta mayor presencia del inversor institucional todavía no es excesiva en comparación con otros mercados, aunque es cierto que va

ganando terreno. Este hecho no es más que la consecuencia de la existencia de unos mercados financieros más complejos, con un número mucho más elevado de productos. En estas condiciones, sólo equipos profesionales son capaces de organizar un adecuado seguimiento de los mercados.

A largo plazo, el que exista un mercado institucional más fuerte en renta variable es claramente un factor de estabilidad y desarrollo de los mercados. Los objetivos de los gestores de fondos de pensiones y otras formas de ahorro a largo plazo no estarán, en general, tan mediatizados por la obtención de beneficios a corto plazo, eliminando así el componente especulativo que implica esta forma de actuar.

—¿Se protege de forma suficiente en España al pequeño inversor?

—El esfuerzo que se está realizando por mejorar la cantidad y calidad de información que el pequeño inversor puede demandar es significativo. Así lo demuestran casos como el de la modificación que se incluye en el borrador del Real Decreto sobre ofertas públicas de adquisición de acciones, en el que se estipula que las OPA de exclusión tendrán que ser en efectivo. Sin embargo, que exista información disponible para cualquier inversor no significa que aquellos que no se dedican a la Bolsa de forma profesional puedan acceder a la misma en tiempo y forma suficiente. En estos casos, será fundamental contar con los servicios y el asesoramiento de profesionales de la Bolsa y las finanzas.

—¿Cómo contempla la pérdida de importancia relativa de las bolsas regionales españolas y los esfuerzos de éstas por una diversificación de sus actividades?

—Con unos mercados cada vez más informatizados, el aspecto de la ubicación física del mercado es cada vez más irrelevante para el inversor. Además, realmente la pregunta no es qué papel van a desempeñar las bolsas regionales en el mercado español, sino que la clave de la cuestión está en saber cuál es el papel de los mercados de capitales españoles en el contexto europeo y mundial. La respuesta de las bolsas españolas, de todas ellas, sólo puede ser trabajar por conseguir la máxima eficiencia y una gestión de tipo empresarial. Esta será la única salida posible: dejar de ser instituciones para convertirse en empresas que deben competir por un mercado.

—¿Considera que la reforma del mercado de valores ha facilitado la captación de recursos financieros por parte de la empresa española?

—Hasta la fecha, realmente no existe una evidencia que confirme este efecto. En los últimos años, hemos asistido a un menor interés por parte de las compañías españolas por acceder al mercado de valores. Bien es cierto que esta tendencia no se ha producido a causa de la reforma, sino a pesar de ella y debido a las modificaciones fiscales que se introdujeron en relación a los derechos de suscripción. Sin embargo, esperamos que el desarrollo y potenciación de un mercado de renta fija bursátil contribuya a mejorar el acceso de las empresas españolas al mercado de capitales.

«LA REFORMA HA PERMITIDO UNA MAYOR Y AUTENTICA HOMOLOGACION DE NUESTRO MERCADO A NIVEL INTERNACIONAL»

LUIS ITURBE

Director General Adjunto de Privanza

La opinión de Luis Iturbe Sanz de Madrid supone una interesante perspectiva del mercado bursátil: la del responsable de la gestión integral de patrimonios. El actual Director General Adjunto de Privanza,

el banco personal del BBV, es, asimismo, uno de los pocos representantes de los operadores en la antigua Bolsa que ha sabido adaptarse al nuevo mecanismo de contrataciones.

—¿Cuáles son los efectos más importantes de la reforma del mercado de valores? ¿Considera suficiente esta reforma?

—En el preámbulo de la Ley del Mercado de Valores se definía como objetivo básico de la misma la potenciación de nuestro mercado de valores ante la perspectiva, en 1992, de un mercado europeo de capitales. Asimismo, la Ley pretendía abordar, de una forma global y coherente, el diseño del nuevo ordenamiento de los mercados de valores españoles.

Dado que el objetivo básico era a medio plazo, es pronto aún para emitir juicios, pero en la vertiente técnica sí cabe felicitar-se por su rápida implantación sin grandes problemas operativos. Esto, sin duda, ha permitido una mayor y auténtica homologación de nuestro mercado a nivel internacional.

Pieza central, como ya decía la Ley, para ello ha sido la creación y actuación de la Comisión Nacio-



nal del Mercado de Valores, auténtico motor de la reforma.

Como es sabido, la Ley contenía múltiples remisiones a ulteriores desarrollos reglamentarios, lo que hace que, al estar todavía pendientes algunos de ellos, no podamos valorar si la reforma será suficiente o no. Pero en el terreno de lo conseguido merece destacarse, además de la creación de la CNMV, que:

- Hemos pasado, sin interrupción y sin problemas, de un sistema de contratación en el *parquet*, con cambios fijados

en corros, *à la crier*, en varias bolsas y en espacios de tiempo limitados, a un mercado único asistido por ordenador que fija de forma concurrente los precios, abierto seis horas para todos los valores. Esto ya alcanza al 85 por 100 del mercado aproximadamente.

- Las sociedades y agencias de valores han sustituido, con eficacia, a los antiguos agentes de

cambio y Bolsa, que, dado el período transitorio establecido, están presentes en el capital de dichas sociedades.

- Se ha mejorado, de forma significativa, en la compensación y liquidación de valores; lo que es especialmente notorio en los nominativos.

- Y se ha avanzado en temas tan importantes como el tratamiento y sanción de la información privilegiada, las comunicaciones de participaciones significativas, las ofertas públicas de adquisición, los folletos informativos de emisión y algunos más.

—¿Cuáles son los motivos por los que se avanza con retraso en la construcción de un mercado único europeo en materia bursátil? ¿Cuáles serían los principales efectos de este mercado único para España?

—El *crash* de 1987 fue un gran golpe y un «parón» para el desarrollo de las reformas bursátiles en marcha, tanto en Estados Unidos como en Europa. Posteriormente, la enorme volatilidad de los mercados, con fuertes depresiones en el *mini-crash* y la Guerra del Golfo, ha favorecido que la prudencia estuviera presente a la hora de avanzar en una nueva organización de los mercados.

Aunque el *global trading* juegue a favor de que las bolsas europeas se unan, esto no se producirá de forma autónoma, sino dentro del contexto de unificación europea que se apunta y que, por qué no decirlo, también ha tenido algún paso atrás.

Para España, este mercado único traería como beneficio la internacionalización de nuestros valores, con presencia exterior creciente en sus capitales, y como negativo, una pérdida de negocio en la intermediación en favor de otras plazas financieras. Hay que tener presente que la contratación por cuenta de no residentes alcanza un 20 por 100 sobre el total de España.

—¿Considera excesivo el número de sociedades y agencias de valores que operan en nuestro país? ¿Cuál sería su número más apropiado?

—Este, sin duda, es uno de los temas más comentados y en los que parece existir la opinión de que el número de sociedades es excesivo y que algunas habrán de desaparecer en el corto plazo. Pero si pensamos que en el mercado inglés —diez veces superior al español en volumen de contratación— y en el francés —tres veces superior al nuestro— operan más de 400 y 48 sociedades, miembros del mercado, respectivamente, frente a las 55

que actúan en España, éstas parecen muchas sólo en relación al francés.

Y si además examinamos que el grado de concentración de dichos mercados es similar, ya que en los tres la cuota de mercado de la primera sociedad se sitúa en torno al 8 por 100 y la suma de las cuotas de las diez primeras alcanza el 50 por 100 aproximadamente, podríamos concluir que el actual número de sociedades en España puede permanecer mucho más de lo que se afirma.

—¿Qué opinión tiene acerca del desplazamiento de los mercados financieros hacia los inversores de tipo institucional, en detrimento de los inversores individuales? ¿Se protege de forma suficiente en España al pequeño inversor?

—La reforma en España, como en los demás países, va dirigida, en esencia, a proteger los intereses de los minoritarios. No obstante, el coste del sistema encarecerá, sin duda, la operativa de pequeñas partidas, que necesariamente deberían canalizarse a través de instituciones de inversión colectiva.

Aquí es importante matizar que este tipo de instituciones son las que consolidan y estabilizan los mercados y, por tanto, las que hay que proteger y estimular, pues últimamente parece advertirse una cierta confusión al identificar inversión institucional con macroinversores individuales.

Desgraciadamente, el problema de nuestro mercado es que no hay inversión colectiva, y la única que existe, las sociedades gestoras de carteras —piénsese que únicamente Privanza tiene más inversión en renta variable que la totalidad de los fondos de inversión mobiliaria—, ha sido bastante ignorada por la reforma.

El sistema de contratación actual y los tiempos fijados para la liquidación y comunicación de operaciones impiden el *block trading* por cuenta de múltiples clientes en el mercado continuo a partir de determinada hora.

En cuanto a la fijación de precios, hay que recordar que, con todos sus defectos, el sistema de contratación antiguo había consagrado una buena costumbre, ya que las órdenes de «menudeo» que se canalizaban a través de las organizaciones financieras, que son en general las más pequeñas, se realizaban al cambio medio.

Bien es verdad que un «corro» de seis horas, frente a uno de diez minutos, lo tiene más difícil, pero habrá que trabajar para enfatizar el cambio medio ponderado y cuidar de que las variaciones

significativas sobre éste se justifiquen suficientemente por volumen de títulos.

Finalmente, pienso que una mayor sensibilidad en términos fiscales al capital de riesgo se echa en falta en nuestro ordenamiento, y medidas como la actualmente en discusión sobre prescripción de las plusvalías creo que serán muy beneficiosas para las bolsas.

—¿Cómo contempla la pérdida de importancia relativa de las bolsas regionales españolas y los esfuerzos de éstas por una diversificación de sus actividades?

—Pienso que la terminología «bolsas regionales» es antigua. Cuando hablamos de evolución de la Bolsa americana hablamos del *Dow Jones*, o del *Nikkei* en Japón, o del *Financial Times* en Inglaterra, importando muy poco su ubicación geográfica. Si existe un mercado único, hablar de las bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao o Valencia y sus respectivos índices no tiene sentido, por lo que iniciativas como la del índice «Fiex 35» me parecen un paso adelante.

Quizá destinar esfuerzos en dirección de nuevos mercados, en línea con la Bolsa de *commodities* de Chicago, sea compaginar progreso con localismos.

—¿Considera que la reforma del mercado de valores ha facilitado la captación de recursos financieros por parte de la empresa española?

—Aquí tengo todas las dudas. Creo que, tanto por la difícil coyuntura pasada como por el incremento de requisitos, el mercado primario se ha resentido de forma importante. Llevamos seis meses casi en blanco en lo que a emisiones se refiere.

El volumen efectivo de las ampliaciones de capital y obligaciones convertibles emitido en 1990 fue un 36 por 100 inferior al del año anterior.

Además, seguimos con la asignatura pendiente del mercado de renta fija, aunque en lo que se refiere a los pagarés de empresa se ha reconducido y ordenado el mercado.

En el de emisiones a tipo fijo, las cifras siguen siendo ilustrativas, pues menos del 20 por 100 de las sociedades admitidas a contratación en Bolsa utilizan aquellas como vía de financiación de deuda pura.

Y hay que meditar acerca de por qué casi un 75 por 100 de las emisiones de renta fija son efectos públicos, y del 25 por 100 restante, emitido por el sector privado, el 16 por 100 lo está por entidades financieras y de servicios públicos. Esto significa que las empresas industriales sólo ocupan un 9 por 100 del mercado de emisiones.

«LAS BOLSAS REGIONALES SOLO TENDRIAN SENTIDO SI PROTAGONIZARAN EL NACIMIENTO DE NUEVOS MERCADOS»

IGNACIO GARRALDA

Presidente de AB, Asesores Bursátiles

Ignacio Garralda Ruiz de Velasco es un observador privilegiado, desde la Presidencia de la sociedad de valores y Bolsa AB, Asesores Bursátiles, de la realidad del mercado de Bolsa.

Su experiencia en este terreno le permite analizar minuciosamente los peligros que podrán encontrar, a corto y medio plazo, las firmas de Bolsa españolas, tanto desde el punto de vista interno como externo.

—¿Cuáles son los efectos más importantes de la reforma del mercado de valores? ¿Considera suficiente esta reforma?

—El objetivo principal de la reforma fue aumentar la transparencia del mercado para así inspirar mayor confianza en los ahorradores, de tal forma que éstos invirtiesen más a través del mercado bursátil, incrementando así la liquidez de éste y, por tanto, facilitando la financiación extrabancaria a las empresas.

Como se desprende de lo anterior, el éxito o no de la reforma deberá evaluarse dentro de algún tiempo, pero la base de todo el proceso estriba en llegar a convencer al ahorrador de que en la Bolsa todo el mundo tiene la misma información al mismo tiempo, y que será su capacidad o habilidad para analizarla lo que determinará su potencial de beneficios.

Se han dado pasos en este sentido con el nuevo sistema de contratación por ordenador, pero toda-



vía queda por dar el paso primordial, que es la lucha contra el uso de la información privilegiada.

—¿Cuáles son los motivos por los que se avanza con retraso en la construcción de un mercado único europeo en materia bursátil? ¿Cuáles serían los principales efectos de este mercado único para España?

—El principal obstáculo reside en la diferente concepción existente entre la postura inglesa, que quiere una Bolsa internacional donde coticen las grandes empresas europeas, y la postura francesa, a la que sigue la española, que trata

de hacer compatible la negociación internacional con la cotización de las principales empresas de cada país en sus respectivas bolsas nacionales.

Adicionalmente, los sistemas de contratación propuestos también difieren, ya que los ingleses prefieren contratación dirigida por los precios (*market-makers*), mientras que el grupo de países que sigue a Francia prefiere seguir con el de contrata-