

LA LIQUIDEZ DEL MERCADO BURSÁTIL

Partiendo de las frecuentes afirmaciones acerca de la estrechez de la Bolsa, **Pedro Domínguez Sors** analiza las posibilidades de ampliación del mercado de valores español y la liquidez del mismo. En torno al tema de la liquidez, desvela las interioridades de la fórmula legal establecida recientemente para su mediación, analiza las relaciones entre liquidez y técnicas de contratación, opina sobre las posibilidades de manipulación de los cambios y estudia el futuro del mercado de renta fija.

I. LA ESTRECHEZ DE LA BOLSA

LA Bolsa no es otra cosa que un mercado secundario de capitales que permite o potencia la existencia del mercado primario de inversiones, a través del cual las empresas obtienen fondos en forma de capital o préstamos con los que financiar su actividad productiva. Sin la existencia del primero difícilmente tendría viabilidad el segundo, dado que no existiría posibilidad de liquidar en cualquier momento una posición inversora, perdiendo ésta su atractivo. La perfección del mercado secundario es, consecuentemente, factor del que depende la vitalidad del mercado primario.

Algunas deficiencias tiene que haber en este sentido cuando es frecuente oír que la Bolsa es un mercado estrecho. Afirmación que no es solamente corriente en España, sino que se escucha con suma frecuencia en todos los países, incluidos aquellos que tienen Bolsas con grandes volúmenes de negociación, o así lo parecen contemplados desde un país como España, con un producto inte-

rior bruto reducido y con unas grandes limitaciones al trasiego de capitales internacionales. La afirmación debe ser, por lo tanto, incierta o al menos susceptible de muchos matices, cuyo estudio debe arrojar claridad sobre la Bolsa y su liquidez.

Quien acusa a la Bolsa de estrechez puede, en primer término, referirse al escaso número de empresas que cotizan diariamente en ella y, como consecuencia, al reducido porcentaje de la inversión total que se canaliza a través de ella. Un segundo sentido puede hacer referencia a la poca aptitud del mercado para absorber órdenes de compra o venta en todo momento, es decir, a la insuficiente liquidez del mercado. Ambos aspectos van a ser objeto de este análisis.

II. AMPLIACION DEL MERCADO BURSÁTIL

Es un hecho incontrovertible que, de la larga lista de valores cotizados en cualquier Bolsa en el mundo, solamente un reducido número tienen una actividad constante. Pocos son, pues, los valores que pueden recibir

el calificativo de bursátiles con plenitud.

En España, los motivos del gran número de valores que se se- tean en la cotización son diversos. Unos corresponden a empresas que, pese a sus buenas intenciones, no han logrado atraer al público o no han conseguido desarrollar su negocio hasta unos volúmenes mínimos que las hagan atractivas bursátilmente. Otros son negocios antaño prósperos que han devenido ruinosos o con poco futuro. Pero los más de ellos están presentes por motivos ajenos al estrictamente bursátil, que es la captación del ahorro. Son razones reglamentarias de carácter contable y fiscal las que en multitud de casos han hecho obligada la cotización de valores sin mercado. El caso más ejemplar es el de aquellas emisiones que se colocaron coactivamente a precios fuera de mercado en los denominados circuitos privilegiados de financiación, pero a las que, absurdamente, una disposición tras otra obligaban directamente o indirectamente a cotizar.

El Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores recoge algunas de las causas de la estrechez de la oferta de títulos, citando entre ellas la citada existencia de circuitos privilegiados en el caso de la renta fija, la prohibición de cotizar valores extranjeros y la estructura financiera de la industria española, con importantes sectores bajo dependencia del INI, la banca privada y grupos multinacionales extranjeros o consorcios financieros nacionales. Dejando aparte la cuestión de los valores extranjeros, que tiene más implicaciones que las estrictas de ampliación de mercado, hay razones simples que

explican los motivos de esta escasez.

En efecto, la primera dificultad es que el grupo dominante de una sociedad no quiera llevarla a Bolsa, lo que, si bien es obvio, es en último término la razón de muchas abstenciones. La causa final por la que una empresa acude a Bolsa es la captación de capital, a cambio de lo cual los accionistas actuales o fundadores tienen que ceder participación y control en las decisiones de la Junta General y en la administración de la sociedad. Cuando el capital se puede conseguir por otros medios, el interés en acudir a Bolsa no existe. La Bolsa es, en definitiva, un cauce más de financiación, mejor o peor, según las circunstancias de tiempo, lugar y actividad de cada empresa. El mercado de valores no puede pretender ser ampliado pensando que es la mejor de las formas de financiación en términos absolutos, porque ello no es cierto. Otra cosa diferente es facilitar y crear los cauces necesarios para la comercialización de valores, a fin de que aquellas empresas para las que la Bolsa es el medio idóneo de financiación puedan expandirse con facilidad. La pregunta inmediata es: ¿Cuáles son las empresas que precisan de la Bolsa?

Un breve repaso a cuáles han sido las empresas típicamente bursátiles a lo largo de la historia nos puede ayudar a dar respuesta a la cuestión. A las viejas compañías de Indias han seguido las mineras, los ferrocarriles, las eléctricas, los bancos, las de automoción, las de construcción, las de aviación y armamentos y las de electrónica. Algunos de estos sectores no han estado nunca representados en las Bolsas españolas,

pero ello es debido a que nunca tuvieron auge en España. Empresas de las encuadrables en estos grupos fueron en otros tiempos de suma importancia, mientras que hoy languidecen con tristeza o ni tan siquiera existen. Sin embargo, todas tienen una característica en común. Han sido o son sectores punteros en el desarrollo de los países en algún momento del tiempo y precisaron ingentes capitales que rebasaban la capacidad financiera de los grandes grupos económicos. Ello hizo necesario acudir a las aportaciones de un gran número de ahorradores, que han precisado siempre de la existencia de un mercado secundario donde liquidar sus inversiones cuando lo precisaran.

Pensando en la realidad de la situación española en el momento actual, resultaría arriesgado, si no erróneo, predecir una posible ampliación del mercado de oferta de títulos, aun cuando se tomaran medidas técnicas tendentes a potenciar nuevas inclusiones. Ciertamente, la crisis económica ha provocado una carencia de expectativas que limita grandemente la creación de nuevas empresas con proyectos de inversión real interesantes. Hay que añadir, además, que las actividades que previsiblemente van a constituirse en líderes del desarrollo futuro, como la electrónica o informática, por ejemplo, tienen una presencia muy poco importante en la economía española. No es de extrañar, pues, que, con estas consideraciones, el Informe de la Comisión no estime posible, a corto plazo, incrementar el número de empresas que figuran en las listas de cotización bursátil por estos impedimentos de orden estructural.

III. NUMERO DE ACCIONISTAS Y LIQUIDEZ

Con el término estrechez se hace referencia también, y en no pocas ocasiones, a la incapacidad del mercado para que cualquier ahorrador pueda adquirir determinado valor o hacer líquida su cartera en cualquier momento. Quienes formulan la acusación no siempre lo hacen justamente ya que, como veremos, se encierran en ella afirmaciones implícitas que nada tienen que ver con el concepto de liquidez objetivamente considerado. Aunque dicho concepto no es fácilmente objetivable, o mejor sería decir cuantificable, de entrada se puede afirmar que hay dos requisitos previos que condicionan la existencia de una auténtica liquidez. Son el número de accionistas y la cuantía del capital social.

Un análisis somero de cómo inciden estas dos variables en la liquidez, nos llevaría de inmediato a la conclusión de que es imposible fijar unas cifras para ambas, a partir de las cuales el valor tendrá un grado de liquidez aceptable. Un valor repartido entre un mayor número de accionistas y con mayor capital puede comportarse de hecho peor que otro con menores cifras en estos parámetros. Ello es así porque, más que los valores absolutos, importa la homogeneidad del reparto del capital entre el accionariado. La existencia de grupos con grandes paquetes puede perjudicar la liquidez del valor, haciendo que éste se comporte peor de lo que cabría esperar de las cifras de capital y accionariado.

Hay, por lo tanto, que empezar determinando quién «tiene

derecho» a liquidez y quién no lo tiene. Es evidente que quien posee un paquete lo suficientemente grande como para entrar en el juego del dominio de la administración de la sociedad, no puede pretender que el mercado bursátil dé liquidez instantánea a su inversión. La Bolsa no es para este tipo de accionistas, que tienen que encontrar su contrapartida en otros socios del grupo mayoritario o en grupos financieros que deseen entrar o abandonar la sociedad. Ciertamente, el ideal de un valor bursátil es que este tipo de partícipes no exista, pero resulta obvio también que no se puede prohibir su existencia pues, de otro modo, se limitaría grandemente la admisión a la cotización oficial, siendo los perjuicios de esta actitud maximalista mayores que los beneficios que de ella pudieran derivarse.

Puede ser de interés, en este orden de ideas, tratar de determinar hasta qué cuantía pueden adquirirse títulos sin que el comprador tenga problemas de liquidación rápida de su inversión. A nadie se le puede escapar que ello es función del volumen de negociación relativo del valor considerado, es decir, del tanto por ciento anual, mensual o diario, según se prefiera, del capital social que se negocia en Bolsa. Las estadísticas de rotación del capital ofrecen grandes divergencias entre valores que, a simple vista, tienen una gran liquidez. Ello, en buena medida, es debido a que las estadísticas incluyen aquellas operaciones especiales por su cuantía y que son trasvases de grandes paquetes. Puede decirse, sin embargo, que los mejores valores españoles en cuanto a liquidez tienen una negociación

anual que representa entre el 5 y el 10 por 100 del capital social. Consecuentemente, en el peor de los casos, considerando que una semana es un período rápido de liquidación y que en ella se puede colocar previsiblemente la mitad de la negociación media, tendremos un valor del 5 por 1.000 del capital social como participación máxima fácilmente liquidable en el mercado bursátil. Quienes adquieran participaciones superiores deben ser conscientes de ello y no lamentarse después ni hacer acusaciones injustificadas en torno a la estrechez del mercado bursátil.

Este es el motivo por el que, en la reforma del mercado de valores que va paulatinamente realizándose, se han publicado dos decretos cuyo fin último es compatibilizar los intereses del pequeño ahorrador o, si se prefiere, la transparencia del mercado, con la necesidad de hacer posible el trasiego de grandes paquetes, incluso a precios diferentes del de mercado. Así, el Real Decreto 1.848/1980, de 5 de septiembre, regula las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios para aquellos casos en que un grupo o persona pretenda llegar a poseer un porcentaje del capital social superior al 25 por 100. La formulación de oferta pública es obligatoria en cualquier caso en que se dé este supuesto, con el objeto de que cualquier pequeño accionista puede dejar de serlo si estima que el cambio en la dominación de la sociedad perjudica sus intereses. En la misma línea, el Real Decreto 1.536/1981, de 13 de julio, completa lo previsto en el artículo 163 del Reglamento de Bolsas para estos casos, en el sentido de hacer obligatoria la publi-

dad de aquellas operaciones de importancia hechas a cambio convenido diferente del de la sesión del día.

IV. LA LIQUIDEZ Y SU MEDICION

El Decreto 1.536/1981, de 13 de julio, modifica, entre otros, el artículo 38 del Reglamento de Bolsas que hace referencia a la cotización calificada. La Orden Ministerial de 25 de septiembre de 1981, completa la modificación. En estas disposiciones subyacen todas las ideas que puedan verteerse en torno a la liquidez bursátil y su mediación. Por ello, la manera más oportuna de exponer los conceptos es explicar el contenido de estas normas. Hay que hacer, sin embargo, la advertencia de que no vamos a entrar en consideraciones en torno al concepto de cotización calificada y sus implicaciones tributarias por salirse del ámbito de este trabajo.

Cuando esta normativa se sometió a informe del Consejo Superior de Bolsas, se entabló en su seno una polémica en torno a la complejidad de esta regulación, que, efectivamente, está resultando ininteligible incluso para algunos especialistas. Sin embargo, los objetivos del legislador son loables en muchos sentidos y merecen ser explicados para que las opiniones o críticas que puedan formularse al respecto lo sean con el suficiente conocimiento de causa.

Las dos ideas básicas que presiden las normas de cotización calificada, para nosotros liquidez, son su cuantificación y la definición de las variables que en ella intervienen. En cuanto a la primera, se pretende que sea un índice el que mida la liquidez, permitiendo hacer com-

paraciones entre diversos valores, premiando con un valor más alto al que presente mayor liquidez. La segunda es ponderar adecuadamente las variables que intervienen en la definición de liquidez, teniendo en cuenta la frecuencia, los volúmenes relativos y absolutos de contratación y las operaciones especiales.

En efecto, un valor permite una más rápida adquisición o venta cuanto más sesiones al año contrata y cuanto mayor es el porcentaje del capital negociado trimestral o anualmente. Pero el legislador quiere que el valor numérico del índice aumente en la misma proporción que lo hacen conjuntamente ambas variables. O, en otras palabras, una duplicación de la frecuencia no puede producir una duplicación del valor del índice si no se duplica también el valor de la negociación relativa, y viceversa. Ello implica que un descenso en una de las variables pueda ser compensado por un aumento en la otra, dejando intacto el índice. Este objetivo se alcanza matemáticamente con una función del tipo Cobb-Douglas, en la que:

$$I = K F^{0,6} N^{0,4}$$

en la que,

I es el índice, K una constante, F la frecuencia relativa y N la negociación relativa.

A continuación, el legislador define el índice trimestralmente, dándole el valor 1 para el caso en que se cumplan las condiciones de frecuencia y negociación mínimas aceptables para considerar el valor líquido o de cotización calificada. Así, se define como umbral mínimo de frecuencia el cotizar 25 sesiones al trimestre y como umbral mínimo de negociación el 0,75 por

100 trimestral del capital social. Con estos datos, la frecuencia relativa es igual al cociente entre los días que ha cotizado el valor y 25. La negociación relativa es igual al cociente entre el porcentaje de negociación trimestral (n) y el umbral mínimo del 0,75 por 100. La fórmula se convierte así en:

$$I = K \left(\frac{d}{25} \right)^{0,6} \left(\frac{n}{0,75} \right)^{0,4}$$

Dándole el valor unidad a la constante K, el índice obtiene el valor 1 para $d = 25$ y $n = 0,75$ por 100.

Estos umbrales mínimos son, ciertamente, conservadores, ya que ni cotizar 25 días al trimestre ni un volumen de negociación del 3 por 100 anual son cotas que no puedan alcanzar títulos con una difusión media.

Hay que añadir que el legislador introduce dos factores adicionales de interés. El primero es que para el cálculo del porcentaje de negociación (n) no pueden tenerse en cuenta las ofertas, demandas u operaciones especiales por su cuantía o finalidad. Tiene en cuenta, de este modo, la afirmación que hacíamos en el apartado anterior de que la Bolsa no es para los grandes grupos mayoritarios, especialmente en lo referente a la cuestión de la liquidez. El segundo es el establecimiento de la dependencia del factor K del volumen de negociación trimestral absoluta en millones de pesetas. Ciertamente cuanto más se negocia un valor en términos absolutos más sencillo es liquidar la cartera de un pequeño inversor. No es de extrañar por ello que se premie también a los valores con altos volúmenes de negociación porque ello interesa a la hora de apreciar un valor por un inversor medio nor-

mal que es a quien, en definitiva, el índice trata de proteger y orientar.

Al lector que se entretenga en el estudio de las disposiciones citadas hay que hacerle dos precisiones más para que pueda encajar las ideas aquí expuestas con el texto legal. La primera es que la función de Cobb-Douglas no se expone en aquél como tal, sino a través de tablas que hacen sencillo el cálculo del índice y que, para cada valor de los días cotizados (o el porcentaje negociado), dan directamente el valor de la potencia

$\left(\frac{d}{25} \right)^{0,6}$, llamada índice parcial de frecuencia (o el de la potencia

$\left(\frac{n}{0,75} \right)^{0,4}$, llamada índice parcial de volumen de contratación).

La segunda es que los índices trimestrales se acumulan cada cuatro trimestres sucesivos, siendo el valor acumulado el que determina la inclusión o exclusión de la cotización calificada.

El índice así concebido depende, en definitiva, de tres variables:

A) De la frecuencia relativa medida por el cociente entre el número de días cotizados y lo que se considera el nivel mínimo aceptable de cotización, cifrado en 25 días al trimestre.

B) De la frecuencia relativa medida por el cociente entre el volumen porcentual de contratación con respecto al capital social y el mismo porcentaje evaluado como *standard* mínimo aceptable, cifrado en el 0,75 por 100 trimestral, equivalente al 3 por 100 anual.

C) Del volumen absoluto de negociación. Con ello se trata de premiar a aquellas grandes

empresas que intuitivamente son las consideradas como especialmente bursátiles por la generalidad de los inversores.

V. OFERTA, DEMANDA Y LIQUIDEZ

Hasta aquí hemos hecho consideraciones de orden teórico y analítico en torno a la liquidez. Pero probablemente lo que más veces hace adjetivar al mercado como estrecho es el comportamiento diario de la Bolsa, que impide encontrar contrapartida a las ofertas o demandas que durante un día se producen. Esta afirmación es particularmente frecuente en sesiones fuertemente alcistas o bajistas en las que prácticamente es imposible encontrar contrapartida para ninguna clase de valor. A este fenómeno la mejor explicación que se le puede dar es la que se fundamenta en la realidad cotidiana, justificada desde el ángulo de la teoría y técnica bursátiles.

Se dice con suma frecuencia, incluso por personas de alta cualificación, que la Bolsa está manejada o manipulada por unos pocos, entre los que, no pocas veces, es el Banco de España el que se lleva la fama de gran manipulador. Sin embargo, estas afirmaciones más bien recogen la contrariedad de quien las pronuncia debido a que la Bolsa no se comporta como ellos quisieran.

Teóricamente, siempre tiene que haber un precio al que la oferta y la demanda se igualen. Consecuentemente, si la técnica de contratación bursátil respondiese exactamente al juego de la oferta y la demanda, cuando no se encontrase contrapartida, en un instante a día determi-

nado, sería debido a que el oferente no está dispuesto a vender o el demandante a comprar al precio resultante. Ello no es, sin embargo, falta de liquidez. Se trata de que las partes no consideran el cambio resultante como idóneo para sus intereses, lo cual es algo muy distinto.

Debe aclararse, sin embargo, que los procedimientos bursátiles de formación de precios, aun tendiendo a la formación de precios de acuerdo con los cánones de los mercados de competencia perfecta, no se ajustan exactamente a los mismos. Para empezar, no hay que olvidar que teóricamente las curvas de oferta y demanda se definen para un instante de tiempo. Quiere ello decir que en cada instante los cambios pueden ser diferentes del momento anterior y del siguiente porque se han producido desplazamientos en las curvas de oferta y demanda. Si se siguiese exactamente el modelo teórico, podrían producirse en pocos segundos variaciones injustificadas debido a desplazamientos de las curvas totalmente aleatorios o resultantes de informaciones que producen expectativas sin suficiente reflexión. Estas caídas de oferta y demanda van indefectiblemente en perjuicio del pequeño inversionista que se ve sorprendido por el especulador, siempre atento a cualquier posibilidad de arbitraje temporal o espacial. Es por ello que los reglamentos bursátiles tienden a evitar estos perjuicios con una técnica de contratación adecuada.

Un primer procedimiento consiste en concentrar la ejecución de las órdenes, es decir, la formación del cambio en un momento determinado de la sesión.

El procedimiento más simple es el de confiar la formación del cambio a un cotizador que, a determinada hora prefijada, abre las ofertas y demandas que en forma secreta le han sido entregadas, confrontándolas y dando por bueno aquel cambio al que se produce un mayor volumen de negociación. El sistema, generalmente conocido como de cajas, tiene el inconveniente de que, fijado el precio, ya no hay posibilidad de que un operador que ha quedado fuera de cambio pueda rectificar su postura haciendo ofertas a precio más bajo o demandas a precio más alto. Por este motivo solamente se utiliza para valores de poca actividad.

El sistema francés, denominado del primer cambio, permite evitar estos inconvenientes. Se forma de viva voz un primer cambio, casando operaciones entre agentes cada vez que el anunciador grita un precio determinado. El cambio al cual el voceo oferente o demandante residual-operaciones no casadas es menor, se considera el mejor y se da como primer cambio. A este primer cambio tienen que realizarse las operaciones de los inversionistas que no hayan autorizado lo contrario. Para los que así lo han hecho la contratación sigue libremente, produciéndose otros precios.

Otra forma distinta de evitar vacíos temporales en la contrapartida es el mecanismo inglés de hacer intervenir un agente exclusivamente operante por cuenta propia —el *jobber*— que obligatoriamente debe dar a los *brokers* precios de compra y venta, siendo el diferencial su beneficio. Esta figura, que es sumamente admirada por muchos especialistas y comenta-

ristas españoles, tiene, sin embargo, el grave inconveniente de introducir un escalón más de intermediación, con el consiguiente incremento de coste para el inversionista.

Forma intermedia entre la inglesa y las continentales es la americana, en la que el especialista —que es equivalente al *jobber* inglés— solamente actúa cuando en el mercado se hace difícil encontrar contrapartida si no es con una gran variación en el precio. Hay que tener presente que en la Bolsa de Nueva York, como en la de Londres, la contratación es continuada a lo largo de las tres o cuatro horas que dura la sesión. En Francia, como en Italia o España, la contratación de un valor determinado se produce en un lapso de tiempo mucho más reducido —de 10 a 30 minutos—, con lo que las necesidades de un intermediario especializado en dar contrapartida son menores. Con la concentración temporal de la contratación se trata de conseguir, en definitiva, los mismos objetivos que con el régimen de especialistas.

El Real Decreto 1.536, de 13 de julio de 1981, ha modificado los artículos 142 y 151 del Reglamento de Bolsas, introduciendo en España la posibilidad de realizar la contratación de los valores más activos en forma continuada, sin el establecimiento de agentes especialistas o *jobbers* como en las Bolsas americanas o inglesas. Sin embargo, su introducción es prudente ya que el legislador es consciente de que, por fallos accidentales de oferta y demanda, pueden producirse importantes e injustificadas variaciones en los cambios. Por ello se autoriza a las Juntas Sindicales

a suspender la contratación continuada durante un período de reflexión de treinta minutos cuando las alzas o bajas que se produzcan superen un porcentaje previamente fijado por el Ministerio de Economía a propuesta de las Juntas Sindicales. Solamente la experiencia puede permitirnos dar una conclusión definitiva sobre la idoneidad y necesidad de la contratación continuada en nuestras Bolsas. Por el momento baste con decir que en el momento actual, en que los volúmenes de negociación son muy cortos, la contratación continuada tendrá una aplicación reducida, ya que los propios agentes, al contratar, prefieren hacerlo en momentos en que se concentran las ofertas y demandas, al objeto de conocer mejor la situación del mercado y así no errar en detrimento de su clientela.

La citada reforma reglamentaria pone limitaciones a la variación de los cambios en una sesión en los porcentajes que fije el Ministerio de Economía a propuesta de las Juntas Sindicales. Se consolida de esta forma, tanto para el caso de contratación continuada como para el de contratación por correo, lo que antes era facultad de las Juntas Sindicales y que, en general, estaba establecido, limitando al 5 por 100 la variación máxima por sesión. Esta norma suscita la cuestión de si con estas prácticas se beneficia o perjudica la operatoria bursátil en sesiones de gran euforia o gran depresión. El argumento a favor es que con ellas se evitan oleadas de especulación producidas por acontecimientos o noticias concretas, dando tiempo a la reflexión y a calmar los ánimos, permitiendo que el curso de los cambios recobre su

tendencia moderada en el tiempo. El inconveniente es que con ello se limita la liquidez de la Bolsa, ya que no deja de ser razonable y lógico suponer que la aparición de contrapartida es una cuestión de precio. Por grande que sea el pesimismo de una situación, siempre se encontrará un precio, por bajo que sea, al que alguien equilibre la oferta. A este razonamiento se puede contra-argumentar que, dados los factores psicológicos y políticos que inciden en la Bolsa, el razonamiento deviene falso. Más bien se convierte en cierto lo contrario, es decir, que dejar que el precio caiga profundamente genera más pesimismo, más desconfianza y más ventas, o a la inversa.

Hay dos efectos negativos que indudablemente se producen. Uno, una imagen negativa para la Bolsa en cuanto surge la inevitable crítica de la estrechez y falta de liquidez. Otro, el inflamiento de las órdenes. Efectivamente, una norma como la que comentamos se formula de la siguiente forma: «La cotización de un valor no puede variar más del 5 por 100 del cambio precedente. Para fijar precio es necesario cubrir al menos el 20 por 100 de la oferta o demanda excepcional.»

Cuando se está en una de esas situaciones excepcionales, la Bolsa adolece de falta de liquidez por la misma prescripción reglamentaria. Pero, a poco que se medite, se comprenderá que esta normativa conduce a un enmascaramiento de la situación real, puesto que difícil es que algunos operadores se abstengan de multiplicar el montante de la orden por la cuantía necesaria para que toda ella se vea cumplimentada. En el caso

límite, la multiplicación es por 5, con lo que, al satisfacer el 20 por 100 de lo ofertado o demandado, se obtiene la totalidad del dinero o títulos deseados. Naturalmente, cuando la generalidad de los operadores tienden a ser más astutos que los demás, el efecto final es el de una apariencia más explosiva al alza o a la baja. Quizá la solución en el futuro a este problema de las situaciones excepcionales sea la de incrementar el margen de oscilación máxima permisible en una sesión, situándolo en el 10 por 100, con lo que, si bien no se daría realmente una solución al conflicto, se limitaría a muy pocos casos la atadura de la libertad del mercado por esta norma reglamentaria.

VI. ANECDOTAS EN TORNO A LA MANIPULACION DE LA BOLSA

En este proceso dialéctico entre principios teóricos y realidad práctica que venimos siguiendo, es inevitable detenerse en dos de los puntos que, en orden a comentar la manipulación bursátil, más merecen la atención de los asiduos. Los vamos a denominar la cotización de prestigio y la intervención institucional.

Llamamos cotización de prestigio a la que resulta en aquellos casos en que una sociedad actúa en el mercado de sus propios títulos, tratando de aupar su cotización o de mantenerla por encima de determinada cota. Naturalmente, esta actividad no se ejerce directamente, puesto que la compra por una sociedad de sus propias acciones es algo prohibido,

salvo en casos especiales, por la Ley de Sociedades Anónimas. Por ello, se hace actuar a una sociedad interpuesta perteneciente al grupo financiero, en ocasiones creada exclusivamente para este cometido. Dejando a un lado el posible fraude de ley que pueda haber en esta acción, lo que importa es el resultado y las implicaciones que ello pueda tener sobre la liquidez y transparencia en la formación de los cambios.

Para fijar el supuesto, hay que añadir que consideramos esta conducta en el caso de que la distribución del capital social sea buena, no existiendo persona o grupo que, por tener un porcentaje importante del capital y por su potencia financiera, pueda ejercer dominio indeseable en la formación del cambio. Así las cosas, estas sociedades, cuya motivación es la de una cotización prestigiosa, actúan en función de *jobbers* o especialistas del título en cuestión, dando contrapartida en cada sesión. En principio, la idea puede parecer atractiva e incluso en el Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado hay implícitamente una cierta simpatía por la función y posibilidades de estas sociedades de contrapartida. Pero, examinando el asunto con cierto detenimiento, se verá que esta entelequia tiene poco bueno y nuevo, al mismo tiempo.

En efecto, la sociedad puede actuar como un *jobber*, dando obligadamente liquidez al valor. Sin embargo, el *jobber* no actúa tratando de prestigiar determinados valores dándoles liquidez. Tiene encomendada esa función, pero su fin último es el de obtener su beneficio. La permisividad moral de obtener beneficio en la realización de

esta función (que puede ir en claro detrimento del mercado) está, en el caso del *jobber*, en la existencia de una competencia entre este tipo de intermediarios y, en el caso del especialista americano, en un sinfín de normas que reglamentan su actuación para que no haya perjuicios para el mismo. Esta justificación, sin embargo, no puede ser extensible en ningún supuesto al caso de contrapartida realizada por la propia emisora o por algún testaferro de la misma. Sólo se justificaría este supuesto en el caso de que este intermediario no obtuviera ningún beneficio ni pérdida, ya que entonces no podría haber perjuicio para el mercado ni menoscabo para la emisora. Pero esta posibilidad es, a todas luces, imposible porque ello equivaldría a conocer el comportamiento futuro de la Bolsa, lo que es una utopía. En el mejor de los casos, estas sociedades pueden tener o no tener beneficio. Pero ni puede bastar una intención ni puede permitirse la existencia de entes altruistas en un mercado cuyo fin directo es la obtención de lucro.

En la práctica, este tipo de sociedades acaban teniendo por fin último el sostenimiento del cambio de la sociedad, de manera que el título tenga un comportamiento brillante. En otras palabras, tratar de que suba pero que no baje. Esto es querer llevarle la contraria al mercado y es un objetivo condenado al fracaso inevitablemente. No obstante, su existencia genera un círculo vicioso que, esquemáticamente, puede explicarse del siguiente modo. La existencia de esta contrapartida es conocida por los operadores del *parquet*, por lo que, cuando tienen que cumplimentar una orden,

se dirigen a la contrapartida. Esta va así conociendo las posiciones del mercado. Al fijarse el cambio de viva voz, la sociedad actúa a través de su operador, tratando siempre de fijar el cambio más alto posible, aun a costa de satisfacer sólo un porcentaje de la oferta o demanda. Los operadores pulverizan sus intenciones inflando las órdenes, con lo que agravan aparentemente la situación del mercado e imposibilitan la consecución del imposible objetivo de la sociedad-contrapartida.

A fin de cuentas lo único que se consigue con esta actuación es retrasar una baja o acelerar un alza, pero en ningún caso evitar que los precios se sitúen en los niveles que el mercado determina. La prueba de ello es que durante la crisis iniciada en 1974, ninguna sociedad ha impedido que su valor cayera en la misma forma que los que no gozaban de apoyo.

Moraleja obligada es que lo único que potencia la liquidez, es una buena difusión de la propiedad, lo que se consigue con tiempo, prestigio, beneficios y una buena comercialización, y no con intentos de manipulación absurda del cambio.

Como refrendo de esta opinión acerca de la manipulación del mercado es obligado hacer referencia a la intervención del Banco de España o, para los que gusten del eufemismo, a la intervención institucional. Nuestro Banco central ha operado en el mercado de valores obligado por motivos políticos más que económicos. Su actuación en Bolsa ha tenido cierta intensidad durante los momentos álgidos de la transición política, quedando reducida a cero en el último cuatrienio, como no fuera para deshacerse de los

títulos que anteriormente había adquirido.

Lo que importa en el tema que tratamos es que ni tan siquiera quien posee una capacidad económica teóricamente ilimitada ha conseguido frenar una crisis bursátil con raíces económicas profundas. Antes al contrario, ha propiciado el dar contrapartida a los avispados que previeron la baja bursátil como inevitable.

Ni son ciertos, por lo tanto, los comentarios en torno a la constante actuación del Banco de España, ni mucho menos que esta institución pueda influir en el comportamiento de los cambios a un plazo más largo del semanal. Para los aficionados a la especulación, puede ser de utilidad el dato de que ni en la mañana del 24 de febrero de 1981 hubo participación alguna del Banco central, a pesar de que motivos excepcionales suficientes había para ello.

VII. EL MERCADO DE RENTA FIJA

Aunque hasta el momento nos hayamos referido a los problemas de liquidez en forma genérica, es evidente que teníamos presente al mercado de acciones. El de renta fija merece un comentario aparte, dado el cambio que en él se ha operado, al transformarse en un mercado real, con condiciones de mercado, desde un mercado testimonial impuesto por el juego de disposiciones legales en torno al juego de los coeficientes obligatorios de las entidades crediticias y de ahorro.

El Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Va-

lores dedica una especial atención a la promoción de los mercados de renta fija. Las reformas reglamentarias inspiradas por dicho informe tienden, con la mejor intención, a conseguir mercados atractivos de esta naturaleza. Conviene destacar que quien, en primer lugar, ha variado su comportamiento es el propio Estado, emitiendo en condiciones competitivas, y dejando atrás viejos hábitos coactivos. También existe una preocupación en torno al tema de la liquidez, puesto que se ha encomendado al Banco de España la contrapartida de las emisiones de Deuda Pública.

Para las emisiones privadas de renta fija, la reciente Orden Ministerial de 10 de abril de 1981 ha optado por imponer a los emisores unas duras condiciones, a efectos de conseguir la liquidez de los títulos. Se impone la obligatoriedad, a través de un compromiso en documento público, de dar contrapartida, con ciertos límites, a los títulos de una emisión, si se desea que gocen de los beneficios de la cotización calificada. El compromiso consiste en depositar en las Juntas Sindicales ciertos montantes de títulos o dinero, acompañados de orden irrevocable de venta o compra, para atender a las necesidades del mercado. En defecto de este procedimiento se regula la actuación de sociedades de contrapartida a las que la emisora encomiende la citada actividad.

Ante todo, hay que referirse al procedimiento por una cuestión de principios. Debe tenerse presente, en primer término, que una normativa de estas características roza, si no contradice, lo previsto por la Ley de Sociedades Anónimas. En efecto, el artículo 128 de la misma

prevé las formas en que la sociedad puede recoger las obligaciones emitidas, estableciendo en su apartado tercero que puede realizarse por adquisición en Bolsa, al efecto de amortizarlas. Interpretando a contrario la prescripción legal, se llega a la conclusión de que una sociedad no puede adquirir sus obligaciones sin ese objetivo.

Sin embargo, y dejando aparte posibles contradicciones legales, más importancia tiene el análisis de la concepción bursátil que preside la mente del legislador. No se ha conformado con abrir la posibilidad de que las sociedades practiquen estos modos de prestigiar sus emisiones dándoles liquidez, sino que lo ha hecho obligatorio. Subyace, pues, una desconfianza en que los mercados de renta fija puedan potenciarse sin muletas, por la simple aceptación e interés de los inversores al observar una mejora en las condiciones de emisión. En el fondo, la disposición que comentamos lo que hace es consagrar los procedimientos de apoyo que denominábamos, en un apartado anterior, como cotización de prestigio, poniendo muletas al mercado.

Si la opinión expresada sobre la contrapartida en el caso de acciones era que de poco o nada han servido estas prácticas a los emisores, no hay tampoco demasiadas razones para esperar que tenga mayor eficacia en el caso de las emisiones de renta fija. Ciertamente la intención de la contrapartida en este caso es diferente y su justificación técnica mayor, pero el éxito que pueda producirse en el futuro será sin duda más atribuible al interés de las condiciones de emisión, a la magnitud de las mismas y a su di-

fusión que no a estas muletas artificiales.

En este sentido, es conveniente subrayar que la dificultad de extender hoy en día los mercados de renta fija está más en cuestiones extrabursátiles. La competencia que otros activos financieros, tales como imposiciones a plazo, certificados de depósito, letras o pagarés, hacen a los valores de renta fija, no se tiene en cuenta todo lo que merece. Hay que tener presente que estos activos financieros puestos en circulación por la banca tienen condiciones de rentabilidad semejantes —y en ocasiones superiores—, con vencimientos más cortos y, en muchos casos, hasta con la garantía de liquidez inmediata sin pérdida ninguna de valor nominal como puede ocurrir en Bolsa. Con este panorama, la potenciación del mercado de renta fija sobre la base de inversores individuales tiene como único incentivo real la desgravación fiscal en el Impuesto sobre la Renta. Las denominadas cajas negras han de buscar otra colocación con mejores cualidades de opacidad.

Al hilo de este razonamiento, hay que señalar que no se ha evaluado en su verdadera dimensión el perjuicio que a la Bolsa le ha causado la elevación de tipos de interés en momentos de indudable incertidumbre política y económica. El ahorrador ha desistido de colocar sus excedentes en activos con riesgo, como los bursátiles, acudiendo a otros más líquidos y seguros. Paralelamente, el empresario ha paralizado sus iniciativas inversoras, dado que no le era interesante financiarse a tan altos tipos de interés y tampoco el mercado de capitales digería sus emisiones. Pensar,

por ejemplo, que algo tan vital como el Plan Energético Nacional se esté financiando con emisiones de obligaciones con amortización entre tres y cinco años, que es un período que no permite ni siquiera terminar la construcción de una central nuclear —mucho menos recuperar vía beneficio los medios financieros comprometidos—, no puede conducir al optimismo, sino más bien al desaliento.

EPILOGO

A lo largo de las líneas anteriores se han expuesto con realismo y sinceridad los problemas auténticos de la liquidez bursátil, descendiendo en ocasiones a detalles importantes, pero desconocidos para quien no visita con frecuencia el parquet de nuestras Bolsas. Podrán discutirse las cuestiones polémicas planteadas o las soluciones adoptadas, pero siendo un observador objetivo, hay que reconocer que todos los defectos que puedan tener nuestros centros de contratación no han sido tan grandes como para impedir que sus ascensos y descensos a medio y largo plazo reflejaran con exactitud las euforias y pesimismo de nuestro sistema económico. La Bolsa tiene la cualidad de hablar diariamente a través de dos lacónicas cifras: el índice y el volumen de negociación. Pues bien, no pocas de las críticas que sobre ella han caído son porque no ha gustado su decir, no porque lo haya dicho mal. La costumbre de decapitar al mensajero portador de malas noticias no es nueva en este viejo mundo.