

PRESENTE Y FUTURO DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS

La Comisión para el Estudio del Mercado de Valores presentó, en abril de 1978, un informe en el que se establecían las principales recomendaciones para modernizar las bolsas españolas, que pretendían, fundamentalmente, flexibilizar el mercado, incrementar la competencia, ampliar la oferta de títulos, aumentar la transparencia de las operaciones, modificar el sistema de contratación e integrar las diferentes bolsas existentes en España. Siguiendo estas líneas, en los últimos años se han introducido importantes novedades, que se han materializado básicamente en el establecimiento del crédito al mercado, la regulación de las sociedades instrumentales y la creación del segundo mercado. No obstante, ninguna de estas novedades ha significado un cambio en el modelo de nuestras bolsas; sin embargo, la entrada en vigor de la Ley de Reforma del Mercado de Valores significará un nuevo modelo de Bolsa.

En este artículo de **Juan E. Iranzo** se realiza, en primer lugar, una valoración de los mecanismos introducidos en nuestras bolsas entre 1981 y 1986; en segundo lugar, se analizan las principales características del actual mercado bursátil español y, en tercer lugar, se estudian los cambios que provocará la aplicación de la Ley de Reforma del Mercado de Valores. En definitiva, se analiza el antes y el después de la aplicación de la Ley en las bolsas de valores españolas.

INTRODUCCION

DESDE comienzos de los años 70 se están produciendo importantes cambios en los reductos bursátiles, que hasta entonces estaban sujetos a la tradición y a las costumbres. Los principales factores que han influido en esta evolución son los siguientes:

- *La incorporación de los adelantos tecnológicos*, lo que ha permitido un aumento, y una mayor rapidez y eficacia, de la información, así como la posibilidad de romper los compartimentados

mercados bursátiles tradicionales.

- *La interdependencia mundial*, como consecuencia de la reducción de las trabas y restricciones entre los diferentes mercados, principalmente de los países desarrollados. Los flujos de capital han superado en mucho a las transacciones físicas. Es decir, el ahorro dispone de mayores posibilidades de colocación, pudiéndose trasladar de un lugar a otro según los incentivos que ofrezca cada mercado.

- *La necesidad de potenciar el ahorro* en épocas de fuerte infla-

ción, como la que se produjo, a nivel internacional, como consecuencia de la masiva emisión de dólares al sistema a finales de los años 60, y especialmente como consecuencia de la fuerte elevación de los precios del petróleo en 1973 y 1979.

- *Las nuevas actividades industriales* nacidas del agotamiento del ciclo industrial iniciado en la postguerra. Este nuevo esquema demandaba urgentemente fondos de inversión.

Como consecuencia de todo esto, se han producido importantes cambios en la configuración de las bolsas de valores de la mayoría de los países desarrollados, que se pueden concretar en las siguientes líneas: la internacionalización de las bolsas de valores, como consecuencia de la creciente interrelación y liberalización de los sistemas financieros; la integración de las diferentes bolsas de cada país dentro de un único sistema; se ha posibilitado la incorporación a cotización de empresas de mediano tamaño que hasta este momento empleaban otros cauces de financiación; reorganización técnica de los sistemas bursátiles de información y contratación; las bolsas han ampliado sus operaciones a gran cantidad de nuevos activos financieros.

I. ANTECEDENTES DE LA REFORMA

Con el objetivo de establecer los problemas que tenían nuestras anquilosadas bolsas para poder incorporarlas a la línea de liberalización y cambio del sistema financiero español, se creó, por Orden Ministerial de 4 de agosto de 1977, la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores.

Esta, en el informe presentado en el mes de abril de año siguiente, establecía las principales recomendaciones para modernizar nuestros mercados bursátiles (1). Tales recomendaciones eran las siguientes:

- Aumentar la transparencia del mercado de valores.
- Flexibilizar y mejorar la operatoria de las bolsas.
- Ampliar el mercado, tanto en lo que se refiere a la oferta como a la demanda de títulos.
- Incrementar la competencia.
- Modificar los sistemas de cotización.
- Establecer las bases para una integración de las diferentes bolsas españolas.

Siguiendo estas pautas de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, nuestras bolsas han introducido importantes novedades en su funcionamiento, que se han materializado fundamentalmente en: el establecimiento del crédito al mercado, en 1981; la regulación de las sociedades instrumentales de agentes de cambio y bolsa, en 1982; la creación del segundo mercado, en 1986.

1. El mercado a crédito

El mercado bursátil tiene dos tipos de operaciones: al contado y a plazos, definiendo en este último la entrega del precio, la entrega de los títulos o ambas. En 1940 se prohibieron en España las operaciones a plazo, que se realizaban siguiendo el procedimiento «latino», es decir, transacciones en casos especiales. Por ello, la operación de contado es

la única que ha existido en nuestras bolsas entre 1940 y 1981, a diferencia de todas las bolsas de valores importantes que, o bien contaban con operaciones a plazo o con sistemas de crédito, pero en las que la operatoria de contacto era una modalidad más.

La existencia de únicamente un mercado al contado en las bolsas españolas provocaba una gran distorsión en la evolución de los precios o cotizaciones. Los mercados se movían por impulsos acumulativos, o bien al alza o bien a la baja, sin que existiera ningún mecanismo técnico corrector, o al menos suavizador, de las tendencias, y sin que el inversor pudiese tomar posiciones de futuro ante los análisis de perspectiva económica.

La Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, en un informe de abril de 1978, consideraba que el modelo más adecuado a la realidad de nuestro mercado debería basarse en un sistema de préstamo de dinero y de títulos, basado, a su vez, en un mercado único al contado, en lugar de reinstaurar las operaciones a plazo. En base a las recomendaciones de la Comisión, se regularon las operaciones a crédito por Orden del Ministerio de Economía y Comercio del 10 de abril de 1981 (2). Quedaba articulado un sistema cuya característica esencial es que en él los valores son cotizados en un mercado único de contado, con la diferencia, respecto al mercado de contado tradicional, de que el comprador o vendedor podrá llevar a cabo operaciones mediante un nuevo mecanismo de préstamo de dinero o títulos que refuerce el contado exclusivamente para aquellos valores que se autorice de entre los que reúnan características de suficiente liqui-

dez, ateniéndose a las disposiciones y prohibiciones que establece el Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio.

Se trata de un sistema muy similar al norteamericano y al japonés, aunque con las características específicas de nuestra legislación y mercado. Al no existir en España el depósito fiduciario que facilitara las operaciones, era necesario reformar las garantías y las posibilidad de la obtención de títulos para las operaciones de venta a crédito. Estas son organizadas, garantizadas y controladas por las juntas sindicales.

El crédito al mercado es un instrumento que lleva funcionando más de siete años en nuestro mercado, y cuya introducción ha sido lenta y difícil hasta 1984, puesto que instituciones financieras no bancarias, como compañías de seguros, sociedades y fondos de inversión, etc., apenas emplearon este sistema en sus comienzos, y afectaba a un corto número de valores. Sin embargo, en estos últimos años se ha mostrado muy ágil.

Como se puede ver en el cuadro n.º 1, es a partir de 1985 cuando el mercado de crédito empieza a expansionarse, coincidiendo con un ciclo bursátil alcista. Esta fuerte expansión se produce como consecuencia de las operaciones de compra a crédito, puesto que las de venta a crédito sólo han representado un porcentaje mínimo del total de operaciones de este tipo. Sin embargo, las fuertes caídas en las bolsas españolas, en el último trimestre de 1987, han provocado que la cifra de operaciones de compra a crédito se redujeran espectacularmente: de 10.163 millones de pesetas en octubre de 1987 a 3.969 en noviembre del

CUADRO N.º 1

OPERACIONES CON CREDITO AL MERCADO
(Contratación efectiva en millones de ptas.)

	Compras	Ventas	Total crédito	Porcentaje sobre total cotización
1981	1,508	428	1,996	4,93
1983	2,064	752	2,816	4,37
1985	52.638	3.411	56.049	8,00
1986	138.812	9.949	148.761	15,72
1987	211.977	31.154	243.131	13,65

Fuente: Elaboración propia con datos de la Bolsa de Madrid.

mismo año; lo que representa una reducción del 69 por 100 en únicamente un mes. Sin embargo, como es lógico, se produjo un fuerte aumento de las ventas a crédito, que pasaron de 2.011 millones de pesetas en octubre a 3.682 en noviembre, un incremento del 83 por 100, con lo que prácticamente se equiparaban los volúmenes de compra a crédito con los de venta. Actualmente, en la Bolsa de Madrid se pueden contratar con crédito al mercado 33 valores de renta variable, cuyo detalle aparece en el cuadro n.º 2, así como el volumen de operaciones durante 1987. Son especialmente significativas las operaciones a crédito en Asland (76,26 por 100 compras y 28,92 por 100 ventas), Sarrío, Petróleos, etcétera.

El establecimiento del sistema de crédito al mercado ha significado:

- La introducción de un instrumento que estaba presente en casi todas las actividades económicas y comerciales, y que paradójicamente no lo estaba en el mercado bursátil.

- El aumento de la liquidez en unas bolsas con graves problemas de estrechez si se comparan con otras bolsas internacionales.

En los valores en los que se practica el sistema de crédito al mercado ha aumentado sustancialmente la liquidez, mejorando el comportamiento de la Bolsa en general.

- El enlace de las bolsas de valores con el resto del sistema financiero formando un conjunto armónico, puesto que a través del recargo de diferimiento se establece una estrecha relación entre la evolución de los tipos de interés y las cotizaciones bursátiles.

Sin embargo, hay que tener presente que, como operación de cobertura, el sistema de crédito al mercado es más caro que las operaciones con futuros financieros, y, como operación especulativa, el apalancamiento es más bajo que el de opciones, por lo que su relativo éxito y su introducción se debieron más bien a que ya existía cierta tradición en nuestro mercado bursátil con las antiguas operaciones a plazo, y a que es más sencillo encontrar contrapartida a la compra a crédito, sin necesidad de una instrumentación específica.

2. Las sociedades instrumentales

La actividad del agente de Bolsa ha sido tradicionalmente individual en nuestro país. Sin embargo, las necesidades del mercado, las facilidades en la comunicación informática y telefónica, y la liberalización de las inversiones extranjeras implican disponer de mejores sistemas y mayor potencial.

Siguiendo las recomendaciones de la Comisión para el Estudio de la Reforma del Mercado de Valores, se crearon las sociedades instrumentales, mediante Real Decreto 1945/82, de 28 de mayo, dictándose posteriormente la Orden del Ministerio de Economía y Comercio de 31 de julio de 1982, que fijaba las normas de aplicación y desarrollo del citado Real Decreto.

Las principales características de las sociedades instrumentales son: tienen forma de sociedad anónima, con un capital mínimo de 50 millones de pesetas, que debe ser íntegramente desembolsado y representado por acciones nominativas; los socios son exclusivamente agentes mediadores colegiados, si bien el Real Decreto estableció la posibilidad futura de la incorporación de terceros; el número de socios no puede ser superior a 35, ni pueden formar parte de una sociedad más del 10 por 100 de los agentes de una plaza, ni pueden los agentes integrarse en más de una sociedad; el objetivo social es la realización de las actividades propias de la mediación mercantil y la prestación de servicios complementarios o accesorios a la misma, siempre que sea por cuenta de terceros y no impliquen aval o garantía.

Con estas sociedades se pretendía alcanzar dos objetivos:

1.º Propiciar y potenciar la actividad profesional de los agentes de cambio y Bolsa y de los corredores colegiados de comercio, acercándola a la de los agentes existentes en otros países, como *brokers, dealers o jobbers*.

2.º El desarrollo de los mercados de renta fija y variable, unido al acercamiento a éstos de

gran número de inversores, facilitó la aparición de pseudointermediarios financieros, que empezaron a manejar patrimonios particulares o institucionales cada vez en mayor medida.

La creación e incorporación al mercado de las sociedades instrumentales ha sido un proceso lento, que se desarrolló fundamentalmente en el año 1985, en el que se crearon diez instrumen-

tales, y en el año 1987, en el cual también se autorizaron otras diez. Es decir, de los cinco años de vigencia de la figura, el 83 por 100 de las sociedades se crearon en estos dos años. Actualmente tienen autorización veinticuatro, que operan fundamentalmente en Madrid y Barcelona, siendo frecuente que algunas sociedades operen en ambas plazas.

La actuación de las sociedades

CUADRO N.º 2

OPERACIONES CON CREDITO AL MERCADO
(Año 1987. En millones de ptas.)

VALOR	Compras %	Ventas %	COMPRAS		VENTAS	
			Nominal	Efectivo	Nominal	Efectivo
FECSA	6,79	0,62	390	247	33	23
H. Cantábrico	11,06	0,72	973	1.583	71	104
H. Española	8,30	0,36	5.463	4.810	246	211
Iberduero	8,70	1,40	4.754	6.024	825	969
Sevillana	10,96	0,57	4.184	4.408	228	229
U. Fenosa	12,04	0,41	8.831	7.567	330	252
Catalana Gas	7,44	1,25	364	1.941	70	327
El Aguila	15,65	2,29	489	2.085	75	306
Azucarera	6,84	1,19	217	1.231	42	213
Koipe	7,67	0,21	94	468	3	13
Asland	76,26	28,92	677	5.932	293	2.249
Cristalería	5,88	0,52	79	919	9	82
Dragados	7,16	6,13	694	4.576	620	3.920
Vallhermoso	11,47	4,22	1.290	7.605	539	2.800
Urbis	12,12	2,09	825	4.635	162	798
Inm. Metropolitana	3,18	1,07	26	240	9	81
Corp. MAPFRE	4,19	0,55	46	766	6	101
FOCSA	4,93	1,37	90	880	26	245
Uralita	15,51	1,59	2.006	10.642	239	1.092
Sarrio	23,45	2,01	3.064	21.803	315	1.867
El Fénix	15,44	0,13	147	2.978	2	25
Papelera Española	19,85	1,87	1.429	7.293	161	689
Energías	17,63	1,94	2.422	8.816	237	971
Explosivos	12,81	2,69	2.374	12.491	639	2.619
Petróleos	18,62	2,35	5.455	31.399	785	3.969
CROS	15,95	1,43	3.138	14.731	353	1.316
PETROMED	12,00	0,24	607	5.928	14	116
TUBACEX	10,61	1,63	1.337	3.350	298	516
Duro-Felguera	11,07	0,47	495	3.083	24	130
Auxiliar F.F.C.C.	6,87	7,19	252	1.267	201	1.325
Motor Ibérica	15,54	1,32	4.997	20.683	693	1.756
Teléfonos	3,82	0,64	5.637	10.731	970	1.805
Tudor	6,60	0,27	143	865	10	35
TOTALES	11,90	1,75	62.989	211.977	8.528	31.154

Fuente: Servicio de Estudios. Bolsa de Madrid.

instrumentales en la canalización de inversiones extranjeras en las bolsas nacionales ha sido realmente brillante, merced a su profesionalidad e independencia, a pesar de tropezar con la traba de no poder intervenir en los mercados de divisas, por carecer de la condición de entidad delegada.

Sin embargo, el Real Decreto de 1982 no terminó de dotar a las sociedades instrumentales de un estatuto operativo definido dentro del mercado que las configurase como auténticas casas de valores. En definitiva, no se define un tipo especial de intermediario del mercado de valores. Sin duda, la normativa de 1982 es positiva y supone un avance. Pero ese avance, que ha sido válido como fase de prueba, debe dar paso hoy a un modelo nuevo.

3. El segundo mercado

La creación del segundo mercado de valores en las bolsas oficiales de comercio se efectuó por el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril (3). En la exposición de motivos del Real Decreto se establecen claramente las causas de su creación y sus objetivos. En ella se dice que se hace en el marco de los objetivos generales de la reforma del sistema financiero empresarial. Asimismo, considera que la integración del mercado español en el europeo hace especialmente oportuna la medida de ampliar la posibilidad de acceso a los mercados de capitales para aquellas pequeñas y medianas empresas que, por su dinamismo e iniciativa, necesiten la captación de recursos a medio y largo plazo. La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda

de 26 de septiembre de 1986 desarrolla el decreto anterior.

Hasta el momento, el desarrollo del segundo mercado en nuestras bolsas es muy escaso. En la de Madrid únicamente cotiza un valor —Mercapital— y sólo ocho más han solicitado la cotización hasta el momento.

Las posibles causas de este escaso desarrollo se concretan en los siguientes puntos:

- Poco desarrollo del fenómeno *venture capital*, con escasas sociedades dedicadas a él y con una legislación poco adecuada.

- La escasa disposición de las empresas a acudir a Bolsa, a causa de una valoración negativa de su posible pérdida de control de la sociedad, puesto que para poder controlar una PYME normalmente se requeriría una proporción de capital superior al 50 por 100, lo que provocaría la necesidad de acudir a las fuentes tradicionales de financiación.

- La falta de liquidez de este mercado retrae tanto a la inversión institucional como al inversor privado.

- Temor de algunas empresas a las normas vigentes en el mercado, especialmente en lo referente a la transparencia informativa, ya que algunas empresas tienen unos sistemas de contabilidad y de gestión muy particulares, que se prestan poco a este requerimiento.

- El recurso de las empresas medias y pequeñas al mercado de capitales no les resuelve muchos problemas de financiación.

- El mercado secundario está muy contratado por las propias empresas, con las limitaciones que ello impone a su implanta-

ción entre pequeños ahorradores que acuden al mercado. Además, el inversor medio está acostumbrado a invertir en sociedades cuyo nombre le sea familiar, en lugar de en negocios concretos sujetos a un riesgo determinado.

- Es un mercado cuya implantación es un proceso muy lento, como ha sido en casi todos los países en que se ha establecido, especialmente en los europeos.

Sin embargo, hay que considerar su creación como un gran acierto, y en el futuro debe jugar un papel importante dentro de nuestras bolsas, puesto que ofrece las siguientes posibilidades al mercado de valores.

- El segundo mercado puede ser un buen *training* para que las empresas accedan al primer mercado, ya que se trata de un listón más fácil de superar en una primera fase, y puede ser útil para las empresas que aspiren a entrar en el mercado de valores con todas sus consecuencias, en los casos que sea aconsejable y posible.

- Estimula la incorporación al mercado de nuevas iniciativas empresariales, como pueden ser las empresas que diseñan las salidas al mercado.

- Ofrece mayores posibilidades de inversión y de elección del nivel de riesgo asumible en cada operación, y la posibilidad de incorporarse como accionista a proyectos especiales.

- Apertura institucional a nuevos segmentos del empresariado, con lo que sociedades familiares tradicionales pueden ser conducidas a nuevos sistemas de gestión y financiación.

- Al existir un precio oficial de cotización, las plusvalías podrán estar más atemperadas de lo que

resulta del valor técnico, sobre todo en empresas con escasos beneficios, pudiéndose llegar a reconocer minusvalías en función de la ley de la oferta y la demanda, con independencia de lo que pongan de manifiesto los estados contables.

- Permite una financiación más adecuada de las empresas a través del capital, lo que da opción a reducir la dependencia del crédito bancario y, por tanto, a incrementar la solvencia.

- Puede permitir la mejora de la imagen de la empresa, incluso aumentar la motivación de los trabajadores y las perspectivas de crecimiento.

- Brinda la posibilidad de salida de los socios sin grandes perjuicios para la eficacia de la empresa.

En definitiva, aunque el desarrollo del segundo mercado en las bolsas españolas esté siendo lento, su creación debe considerarse como un factor enormemente positivo en el proceso directo de modernización de los mercados de capitales y, en general, del sistema financiero español.

II. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE FUNCIONAMIENTO DEL ACTUAL MERCADO BURSÁTIL

Sin embargo, ninguna de estas transformaciones recientes ha significado un cambio en el modelo del mercado bursátil. Las bolsas españolas siguen respondiendo al modelo denominado latino (4). Es decir, son creadas por el Estado, siendo los agentes de cambio y Bolsa nombrados por éste.

Estos tienen una doble función: la de fedatarios públicos y la de únicos intermediarios válidos en la ejecución de las operaciones bursátiles. Las comisiones que se aplican son fijas.

Siguiendo el modelo francés, en las bolsas españolas se utilizan tres sistemas de contratación. *El sistema de viva voz (à la criée)* o subasta es el método tradicional aplicado a la mayoría de los valores; cada valor se contrata en un sólo corro a lo largo del día, aunque en determinados casos las juntas sindicales autorizan un segundo corro; existe además un mercado telefónico de grandes paquetes por la tarde. *El sistema de caja* se aplica a las acciones de bancos y supone un programa informático que recoge todas las órdenes de compra o venta, por lo mejor o con límite, del cual se obtienen los cambios de cada acción y el porcentaje que se puede cumplimentar. Conocido el saldo comprador o vendedor, pueden ordenarse operaciones de signo contrario. *El sistema de oposiciones* se aplica a valores de renta fija cuyas emisiones han celebrado un contrato con alguna sociedad de contrapartida para garantizar la liquidez; en el sistema de contrapartida previsto para el segundo mercado hay que indicar siempre el cambio máximo en la orden, publicando diariamente la sociedad de contrapartida un cambio máximo y otro mínimo.

Asimismo existen tres sistemas de liquidación de títulos y efectivo: el sistema tradicional, o movimiento físico de títulos; el nuevo sistema de liquidación, que se aplica a casi todos los valores al portador, siendo sustituido el movimiento físico de los títulos por referencias técnicas, y el sistema de liquidación de títulos nominativo, que se aplica fundamen-

talmente a las acciones bancarias, y que implica comunicar a la sociedad el nombre del vendedor o comprador preparándose un resguardo provisional que posteriormente es sustituido por el definitivo.

El Consejo Superior de Bolsa es el órgano representativo de las cuatro bolsas españolas (5); actúa como órgano coordinador y con carácter consultivo, proponiendo al Ministerio de Economía y Hacienda las medidas referentes al funcionamiento de las bolsas. La junta sindical de cada Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa es la institución de representación, dirección y gobierno directo tanto de cada una de las bolsas como de su respectivo Colegio de Agentes. Actualmente, las principales funciones de las juntas sindicales son: la dirección de la cotización y contratación; la distribución del horario de contratación para cada uno de los valores admitidos a cotización oficial, el dictar las normas de liquidación; la admisión a cotización y la suspensión de la misma, la vigilancia de que la contratación y el precio se ajusten al equilibrio entre la oferta y la demanda, y la elaboración del acta de cotización y su publicación en el Boletín Oficial de Cotización. El Síndico Presidente es la autoridad máxima en cada Bolsa, en su respectiva junta y en el colegio correspondiente. Ostenta la representación ante la Administración, los tribunales y las diferentes instituciones; fundamentalmente, las juntas garantizan la legalidad del proceso de contratación y el correcto cumplimiento de las obligaciones profesionales de los agentes de cambio y Bolsa.

Las bolsas españolas operan independientemente, siendo posible la cotización de un mismo valor en varias de ellas al mismo

tiempo. No obstante, la Bolsa de Madrid representa cerca del 80 por 100 del total de las transacciones sobre valores mobiliarios que se realizan en España, siendo la tendencia creciente respecto al resto.

III. EL FUTURO DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS

La Ley de Reforma del Mercado de Valores, aprobada por el Consejo de Ministros el pasado 12 de febrero y remitida a las Cortes, pretende modificar fundamentalmente el mercado bursátil español. Trata de pasar de un modelo latino, descrito anteriormente, a un modelo basado en el esquema imperante en los países anglosajones, con mucha libertad de actuación y técnicamente muy desregulado, en el que las normas de calidad, conducta y ética presidan toda la actuación del mercado y sean el soporte de su eficaz operativa (6). Este cambio de modelo significaría una notable alteración en todo el funcionamiento del mercado, que se puede concretar fundamentalmente en: la transformación del sistema de intermediación bursátil, el cambio en los sistemas de activación y fijación del precio, la creación de una nueva entidad encargada de velar por el buen funcionamiento de los mercados de valores y la interrelación de las distintas bolsas españolas.

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores

El eje fundamental del futuro mercado es la Comisión Nacional del Mercado de Valores, una ins-

titución al estilo de la *Securities Exchange Commission* norteamericana, de derecho público, con personalidad jurídica propia y adscrita al Ministerio de Economía y Hacienda. Esta será la encargada de la ordenación, suspensión e inspección de los mercados de valores —primarios, bursátiles, anotaciones en cuenta y otros— y de las actividades de las personas, tanto físicas como jurídicas, que se relacionen con ellos. Corresponde fundamentalmente a la Comisión:

- Velar por la transparencia de los mercados de valores, la correcta función de los precios en los mismos y la protección de los inversores.

- La admisión, exclusión y suspensión de la negociación de valores en el mercado secundario, así como la difusión de la información que sea de interés para el inversor.

- Velar por el cumplimiento de las normas de conducta por quienes intervienen en los mercados, teniendo capacidad de inspección de las sociedades y demás entidades participantes con potestad sancionadora.

- Asesorar al gobierno en todo lo referente al mercado de valores, con capacidad de propuesta respecto a las medidas o disposiciones que se estimen necesarias para su buen funcionamiento.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará regida por un Consejo de Administración, al que corresponde el ejercicio de todas las competencias, y que estará integrado por: un presidente, un vicepresidente y tres consejeros; todos estos cargos serán nombrados por el gobierno. Asimismo, participará en el Consejo el Director General

del Tesoro y Política Financiera y el Subgobernador del Banco de España.

Como órgano de asesoramiento del Consejo de Administración, se crea un Comité Consultivo, que será presidido por el Vicepresidente de la CNMV, y del que formarán parte un máximo de diez representantes de los miembros de la Bolsa, emisores e inversores; también tendrán representación cada una de las comunidades autónomas con competencia en la materia y en las que exista Bolsa de Valores.

2. Miembros del nuevo mercado bursátil

La negociación de valores en las bolsas quedará reservada a sus miembros. Se crea como únicos miembros del mercado a las sociedades de valores, que podrán actuar tanto por cuenta propia como por cuenta ajena, y a las agencias de valores, que únicamente podrán actuar en calidad de meros intermediarios por cuenta ajena.

Las sociedades de valores

Son sociedades al estilo americano, que pueden actuar tanto como *dealers* o como *brokers*. Podrán participar en el capital personas físicas o jurídicas, con excepción de otras sociedades de valores, las agencias de valores, las instituciones de inversión colectiva y los fondos de pensiones. La pertenencia a sus consejos de administración y el desempeño en ellos de funciones remuneradas será incompatible con el ejercicio de la profesión de fedatario público, la pertenencia a otra sociedad o agencia y el ser accionista importante o miembro del

consejo de administración de una empresa admitida a cotización oficial en la plaza en que opera la sociedad.

Las sociedades deberán inscribirse en el Registro Oficial, y ser autorizada tal inscripción por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Las sociedades de valores tendrán por objeto fundamental la negociación de valores en el mercado bursátil, aunque también podrán realizar las siguientes funciones:

— Suscribir nuevas emisiones de valores y gestionar por cuenta del emisor la suscripción de las mismas.

— Comercializar las participaciones en fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario.

— Gestionar la adquisición por residentes en España de valores extranjeros.

— Otorgar créditos con garantía de valores o relacionados con las operaciones de compra y venta.

— Actuar como depositarias de valores representados en forma de títulos, incluyendo la actuación como depositarias de instituciones de inversión colectiva.

— Actuar como entidades gestoras en el mercado de deuda pública y ser titulares en la Central de Anotaciones en Cuenta.

— Actuar de asesores en las emisiones de valores, inversiones en valores, admisión a cotización o cualquier actividad relacionada con valores.

— Gestionar carteras de valores de terceros, en cuyo caso no podrán negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de gestión.

— Ostentar la condición de en-

tidad delegada del Banco de España para la realización de operaciones de moneda extranjera derivadas de las restantes actividades autorizadas.

Las agencias del mercado de valores

Adquieren la figura de sociedades anónimas que únicamente podrán actuar como *brokers*, tienen que ser autorizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores e inscritas en el Registro Oficial de Agencias de Valores. La participación en el capital queda reservado a personas físicas. La pertenencia a ellas tiene las mismas incompatibilidades que la pertenencia a una sociedad del mercado de valores. Las agencias tendrán también como objeto principal de su actividad la negociación de valores en el mercado bursátil, aunque asimismo podrán fundamentalmente:

— Gestionar por cuenta del emisor la suscripción de valores.

— Actuar como depositarias de valores representados en forma de títulos, incluyendo la actuación como depositaria de instituciones de inversión colectiva.

— Intermediar en la venta de participaciones en fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario.

— Intermediar deuda pública.

— Gestionar la venta de valores extranjeros a residentes y comercializar éstos en España.

— Gestionar carteras.

— Asesorar en todo tipo de operaciones relacionadas con valores.

Las sociedades y agencias de valores que ostenten la condición

de miembros de alguna bolsa de valores constituirán una fianza colectiva con el objeto de garantizar el cumplimiento de las obligaciones contraídas en las operaciones del mercado bursátil en las que participen o medien. Su administración será realizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los intereses y las comisiones percibidas por las sociedades y agencias de valores por la realización de sus operaciones y la prestación de sus servicios serán libres. No obstante, el gobierno podrá establecer comisiones máximas para operaciones de poca cuantía.

Toda persona o entidad que actúe en un mercado de valores, tanto recibiendo como ejecutando órdenes o asesorando sobre inversiones de valores, deberá dar absoluta prioridad a los intereses de los clientes. En ningún caso podrá provocar evolución artificial de los cambios, ni multiplicar las transacciones innecesariamente, ni atribuirse valores que hayan sido solicitados por los clientes en las mismas o mejores condiciones. Asimismo, quienes dispongan de información privilegiada deberán abstenerse de efectuar, directa o indirectamente, cualquier operación en el mercado sobre los valores a que tal información se refiera, ni comunicarla a terceros hasta que sea pública.

3. Mercados

La emisión de valores en el mercado primario no requerirá autorización administrativa previa, con excepción de: los valores cuyo principal esté indiciado, emisiones al descuento con plazos de amortización superiores al

año, emisiones con algún privilegio legal, emisiones denominadas en mercados extranjeros, las realizadas por no residentes y las efectuadas por entidades y empresas públicas, que requerirán autorización del Ministerio de Economía y Hacienda o de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Sin embargo, todas las emisiones estarán sujetas a los requisitos de auditoría, aprobación de folleto informativo, publicidad, etcétera.

Tendrán consideración de mercados secundarios oficiales de valores: el mercado bursátil, el mercado de deuda del Estado formalizado en anotaciones en cuenta y aquellos mercados que, teniendo por objeto la regulación de pagarés de empresa, opciones futuros u otros valores, sean cualificados por el gobierno.

Los valores emitidos por el Estado se consideran siempre admitidos de oficio a negociación en el mercado de anotaciones en cuenta, por el mero hecho de su formalización en anotaciones en el mercado bursátil, cuando son formalizados en títulos. Con ello se pretende agilizar el mercado de deuda pública para garantizar y abaratar la financiación del déficit público.

La negociación de valores admitidos en algún mercado secundario oficial y la constitución de derechos sobre ellos no requerirán la intervención de fedatario público, excepto si están representados por títulos al portador y dicha suscripción o transmisión no se realiza a través de una sociedad o agencia de valores. Las operaciones que se efectúen se realizarán en las condiciones y forma que convengan a los contratantes, pudiendo, por tanto, ser al contado o a plazos en sus diversas modalidades.

El gobierno tendrá capacidad para excluir algún tipo de operación o para imponer limitaciones, con el objetivo de garantizar la transparencia y eficaz funcionamiento de los mercados. Asimismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá excluir de la negociación a valores que no cumplan los requisitos de difusión, frecuencia de contratación y volumen de negociación.

El mercado bursátil, en concreto, estará formado por las bolsas de valores existentes en cada momento (7). Este mercado tendrá por objeto exclusivo la negociación de los valores que la Comisión Nacional del Mercado de Valores haya admitido a negociación en él. Asimismo podrá existir un mercado bursátil de anotaciones en cuenta de deuda del Estado.

Cada una de las bolsas de valores estará regida y administrada por una sociedad anónima, que será titular de los medios necesarios para su funcionamiento y tendrá únicamente como accionistas a los miembros de cada una de ellas. Estas sociedades no podrán efectuar ninguna actividad de intermediación financiera ni las funciones atribuidas a las sociedades y agencias de valores. Sus funciones concretas se verán marcadas por el gobierno o por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La transmisión a título oneroso de valores admitidos a negociación exclusivamente en las bolsas de valores debe ser realizada por las sociedades del mercado de valores o con la mediación obligatoria de un miembro de la Bolsa. La transmisión a título lucrativo de estos valores debe ser notificada a la Bolsa correspondiente.

Las bolsas de valores establecerán un sistema de interconexión bursátil, integrado a través de una red informática, para la negociación de aquellos valores que, estando admitidos a negociación en al menos dos bolsas, lo acuerde la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La integración de una emisión de valores en el sistema implicará su negociación exclusiva a través de éste, y exigirá su incorporación al servicio de compensación y liquidación. La gestión y organización del sistema corresponderá a una comisión gestora que será constituida por las sociedades rectoras, y que estará integrada por un miembro en representación de cada una de las bolsas y un presidente elegido por mayoría.

Todas las operaciones bursátiles deberán quedar asignadas a una única Bolsa de Valores. Se consideran operaciones del mercado bursátil las que se desarrollen: entre miembros de una o varias bolsas; entre las sociedades de valores miembros en alguna bolsa, actuando por cuenta propia, y quienes no tengan la condición de miembros, y entre quienes no sean miembros, con la intermediación por cuenta ajena de una sociedad o agencia del mercado de valores.

Se constituirá un *Servicio de Compensación y Liquidación de Valores* que, en forma de sociedad anónima, gestionará el sistema de compensación y liquidación de las operaciones de las bolsas. Este sistema está basado o en un depósito finito de títulos valores, sobre el que se constituirá un sistema de referencias técnicas, o en la gestión contable de valores formalizados en anotaciones en cuenta. La titularidad de su capital se distribuirá por el gobierno entre los miembros de

las bolsas de valores y las entidades depositarias afectadas por los procesos de compensación y liquidación de valores y de efectivo. Actuará siempre bajo principios de rentabilidad.

4. La formación del precio

La Ley (8) deja para regulación posterior el funcionamiento concreto de los mercados secundarios; fundamentalmente, lo relativo al proceso de formación de precios y los mecanismos de compensación y liquidación. Se podrían adoptar alguno de estos dos sistemas: uno muy similar al actual, consistente en una subasta competitiva en la que participarían todos los agentes del mercado en igualdad de condiciones, y otro, radicalmente opuesto, basado en la figura de los creadores de mercados o *market makers*, al estilo anglosajón.

En el primero, los agentes solicitantes u oferentes de un título señalan sus posturas respecto a las condiciones de precio y cantidades a las que están dispuestos a realizar la operación; el precio, por tanto, se forma por la coincidencia de la oferta y la demanda. Las sociedades del mercado de valores deberán indicar en cada caso si operan por cuenta propia o ajena. La subasta se puede realizar, a lo largo de un período de tiempo, *à la criée*, como se efectúa actualmente, o bien con un subastador único que cantaría los precios. Si se implantase, como parece lógico, la cotización continua, sería necesario repetir ésta operación varias veces a lo largo de la jornada, estableciéndose los precios en intervalos fijos de pequeña duración. En realidad, esta fórmula

no se podría considerar de mercado continuo.

Por tanto, si realmente se pretende aplicar un mercado continuo (9), sería necesario aplicar otro método: se establecería un sistema competitivo entre las sociedades que actuaran como creadoras de mercado. Para cada título, varios creadores especializados en él estarían obligados a señalar «continuamente» dos precios distintos, a los que estuviesen dispuestos a comprar y a vender cualquier cantidad de títulos. Lógicamente, estos precios cambiarían a lo largo de la jornada según la evolución de las condiciones del mercado. Todas las operaciones sobre un valor se tendrían que realizar a través de las sociedades especializadas en el mismo. Para asegurar la competencia, cada valor debe ser cotizado por, al menos, dos creadores de mercado.

Las agencias del mercado de valores —*brokers*— actuarían en este sistema como tomadores de precio; ante una orden de su clientela, compra o venta, hacen una perspectiva del mercado, eligiendo las condiciones del sector del mercado que sean más favorables para el cliente. Por tanto, este método se ajustaría bien a un sistema de cotización continua, que no necesitaría un mercado con ubicación física determinada, aunque se podría aplicar a estos mercados.

El mercado continuo es un sistema por el que la contratación de todos o algunos de los títulos de una Bolsa se efectúa ininterrumpidamente a lo largo de toda la jornada. En algunas bolsas, y especialmente para algunos *dealers*, la jornada de veinticuatro horas es técnica, puesto que la realidad muestra que la mayor parte de las operaciones se suelen rea-

lizar en parte de la mañana o de la tarde, aunque es necesario ampliar la jornada para poder conectar con las bolsas extranjeras.

La implantación de un mercado continuo exige una reorganización de los sistemas de contratación, con el fin de facilitar la transacción para valores cuyos volúmenes de contratación son difícilmente ejecutables en un período corto y ampliar los horarios de contratación a fin de hacerlos coincidir con los horarios de las bolsas occidentales, para posibilitar la inversión extranjera. Hoy en día se aplican en Europa dos tipos de mercado continuo: los denominados sistema anglosajón y sistema latino.

El sistema anglosajón de la NASDAQ —*National Association of Securities Dealers Automated Quotations System*—. Su funcionamiento se basa en que múltiples operadores, *market makers*, señalan continuamente precios de compra y de venta para una cierta cantidad de un título determinado, que van, por cada título, a un ordenador central. Cada miembro del sistema conoce las posiciones para tomar una decisión; realizada ésta, se efectúa la operación telefónicamente, excepto para las órdenes pequeñas, que se ejecutan por ordenador. Para que sea viable este sistema, es necesaria la existencia de gran cantidad de operadores por cuenta propia, capaces de ofertar y demandar, a sus precios, determinados volúmenes de títulos, lo que resulta difícil en un mercado tan estrecho como el español.

En el sistema latino, cuyo caso tipo es el CAC —*Cotización Asistida Continua*—, que funciona en París desde el 23 de junio de 1986, y que está basado en el

CATS —*Computer Assisted Trading System*— de la Bolsa de Toronto, que incluso la ha prestado inicialmente apoyo informático, la formación del precio se realiza por subasta, a diferencia del sistema anglosajón. Distingue dos niveles de información: uno reservado a los agentes de cambio y entidades bursátiles y otro disponible para el público en general.

El volumen de contratación de acciones en las bolsas españolas, y especialmente en la de Madrid, en los últimos cuatro años, ha crecido espectacularmente, así como el nivel de operaciones de extranjeros. Estos procesos deben seguir creciendo en el futuro. Esos factores aconsejan la puesta en marcha de nuevos sistemas de contratación como forma de paliar las tensiones que se producen en ciertas ocasiones en el mercado por el aumento de los volúmenes.

IV. CONCLUSIONES

Desde principios de la década pasada se están registrando grandes cambios en las bolsas de valores de la mayoría de los países desarrollados, que se concretan en: la internacionalización de aquéllas, la liberalización de los sistemas financieros, la integración de las bolsas nacionales, el cambio en los sistemas de información y contratación, y la ampliación de las operaciones a nuevas empresas y a diversos tipos de activos financieros.

Las bolsas españolas no se han mantenido al margen de este proceso y, siguiendo el camino marcado por la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, han introducido, en los últimos años, importantes novedades en

su funcionamiento, que se han concretado, fundamentalmente, en el establecimiento del crédito al mercado, en 1981; la regulación de las sociedades instrumentales de agentes de cambio y Bolsa, en 1982; y la creación del segundo mercado, en 1986. Sin embargo, ninguna de estas transformaciones ha provocado un cambio en el modelo del mercado bursátil. Nuestras bolsas siguen respondiendo al denominado «modelo latino».

En cambio, la futura aplicación de la Ley de Reforma del Mercado de Valores puede modificar fundamentalmente nuestro mercado bursátil, estableciendo un esquema parecido al imperante en los países anglosajones. Este cambio de modelo significa una notable alteración de todo el funcionamiento, que se puede concretar fundamentalmente en los siguientes puntos:

- La Comisión Nacional del Mercado de Valores pasa a ser la institución fundamental en la regulación y vigilancia del mercado, sustituyendo al Consejo Superior de Bolsas y asumiendo algunas competencias de las juntas sindicales.

- Las juntas sindicales de las bolsas son sustituidas por sociedades anónimas, que serán las titulares de los medios necesarios para el funcionamiento de las bolsas, teniendo como únicos accionistas a los miembros de éstas.

- La negociación de valores en las bolsas quedará reservada a las sociedades y agencias de valores, de tal forma que el agente de cambio y Bolsa que participe en una de estas sociedades tendrá que renunciar a su calidad de fedatario público; si quiere mantener ésta, tendrá que ins-

cribirse en el Colegio de Corredores, y no podrá, en ningún caso, realizar funciones mercantiles. Las sociedades instrumentales tienen que pasar a ser sociedad del mercado de valores, para lo que, en la mayoría de los casos, es necesaria una ampliación de capital.

- Las comisiones percibidas por las sociedades y agencias serán libres, en lugar de reguladas como en la actualidad; si bien es verdad que el gobierno podrá establecer comisiones máximas para operaciones de poca cuantía.

- La emisión de valores en el mercado primario no requerirá, en general, de autorización administrativa previa. La negociación de valores admitidos en el mercado secundario oficial y la constitución de derechos sobre los mismos no requerirán de la intervención de fedatario público, como es preceptivo en la actualidad, excepto si están representadas por títulos al portador y su negociación no se realiza a través de las sociedades o agencias del mercado.

- Las diferentes bolsas españolas, hasta ahora independientes, quedarán intercomunicadas a través del Sistema de Interconexión Bursátil, cuya gestión y organización corresponderá a una Comisión Gestora. La integración de una emisión de valores en el Sistema implicará su negociación exclusiva en el mismo.

- Se crea un Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, en forma de sociedad anónima encargada de gestionar las operaciones de las bolsas, que deberá actuar siempre bajo principios de rentabilidad.

- Aunque se dejó para regulación futura la normativa sobre for-

mación de precios, parece lógico pensar que se adoptará un mercado auténticamente continuo, en el que se establecería un sistema competitivo entre sociedades que actuaran como creadoras de mercado, al estilo anglosajón de los *market makers*, que estarían obligados a señalar «continuamente» dos precios distintos, a los que estarían dispuestos a comprar y vender cualquier cantidad de títulos. La aplicación de éste método de cotización y establecimiento de precio significaría un cambio radical en los sistemas de contratación, puesto que desaparecería el *parquet* y, por supuesto, las operaciones *à la criée*, tan arraigados en nuestro actual sistema bursátil, aunque el principal inconveniente para su operatividad es la estrechez de nuestras bolsas.

Como se desprende de este análisis, estamos ante el cambio de funcionamiento más espectacular de las bolsas españolas desde su creación en el siglo pasado, lo que requiere un proceso de análisis profundo de la realidad presente, del tamaño de nuestros mercados y de los actuales participantes, a fin de poder establecer las posibilidades y problemas que plantearía, al funcionamiento futuro de las Bolsas de Valores españoles, la aplicación del proyecto de ley sobre la reforma del mercado de valores.

NOTAS

(1) Ver Enrique FUENTES QUINTANA: «La Bolsa de Valores. Problemas de hoy y soluciones de mañana». *Bolsa de Madrid*, n.º 100, mayo 1987.

(2) Ver B.O.E. del 13 de abril de 1981.

(3) Ver B.O.E. del 15 de abril de 1986.

(4) Ver José E. CACHÓN BLANCO: «Información general sobre las Bolsas en España», *Actualidad Financiera*, n.º 2, semana del 11 al 17 de enero de 1981.

(5) La Bolsa de Madrid fue creada por Ley

de 10 de septiembre de 1831; la de Bilbao, en 1890; la de Barcelona, que como centro privado era anterior a la de Madrid y seguía un modelo anglosajón, fue reconocida oficialmente en 1915, pasando al modelo latino; en 1980 se creó la Bolsa de Valencia.

(6) Ver Matilde FERNÁNDEZ BLANCO: «Así será el próximo Mercado de Valores». *Estrategia Financiera*, n.º 27, febrero 1988.

(7) Ver artículo 44 del Proyecto de Ley del Mercado de Valores, en el *Boletín Oficial de las Cortes Generales* de 4 de marzo de 1988.

(8) *Ibidem*, artículo 24.

(9) Ver Matilde FERNÁNDEZ BLANCO, art. cit.