

EL MERCADO DE RENTA VARIABLE Y LAS PERSPECTIVAS DE LA BOLSA ESPAÑOLA

Partiendo de un detallado análisis de su situación actual, **Raimundo Ortega** presenta en este artículo un estudio pormenorizado de la estructura del mercado español de renta variable y de las perspectivas de la Bolsa española en el horizonte del mercado único europeo. Pasa revista para ello a sus centros y sistemas de contratación, a los sistemas de compensación y liquidación, a las formas de difusión de la información, a los intermediarios y, finalmente, al mercado a crédito, y a las opciones y futuros sobre renta variable. Termina el autor su análisis con un examen de lo que supondrá la entrada en vigor del Acta Unica para la internacionalización de los mercados, y cierra su colaboración con un breve apartado de conclusiones.

I. SITUACION ACTUAL

ES habitual iniciar trabajos como éste con una referencia a la importancia relativa del mercado de renta variable, tanto en su tamaño absoluto como en comparación con los grandes mercados de otros países occidentales.

Tal y como se puede observar en el gráfico 1, la capitalización bursátil de la Bolsa de Madrid —el mayor, con mucho, de nuestros mercados— supone poco más del 1 por 100 de la capitalización bursátil mundial. En relación con el PNB, nuestra Bolsa representa, sin embargo, un porcentaje similar al de economías tan desarrolladas como las de Alemania y Francia, aun cuando estamos muy lejos de los porcentajes habituales en EE.UU., Japón o el Reino Unido (gráfico 2).

Los cuadros n.º 1 y 2 recogen algunas cifras interesantes para analizar las causas del reducido

tamaño de nuestros mercados bursátiles. En la primera fila de la izquierda del cuadro n.º 1, se observa el reducido número de empresas que cotizan en la Bolsa de Madrid, y en el cuadro n.º 2 se pone de manifiesto la evolución del capital nominal de dichas empresas, pudiendo advertirse su ritmo lento de crecimiento, si bien ha existido una aceleración clara a partir de 1984, que se moderó el año pasado.

Otros dos rasgos adicionales ayudarán a comprender las peculiaridades de nuestro mercado: uno, que en promedio casi el 50 por 100 de las sociedades cotizadas son entidades financieras —cuadro n.º 3—, frente al 20 por 100 como media en las bolsas europeas; otro, que sólo entre 75 y 80 de las 500 mayores empresas españolas están cotizándose en Bolsa.

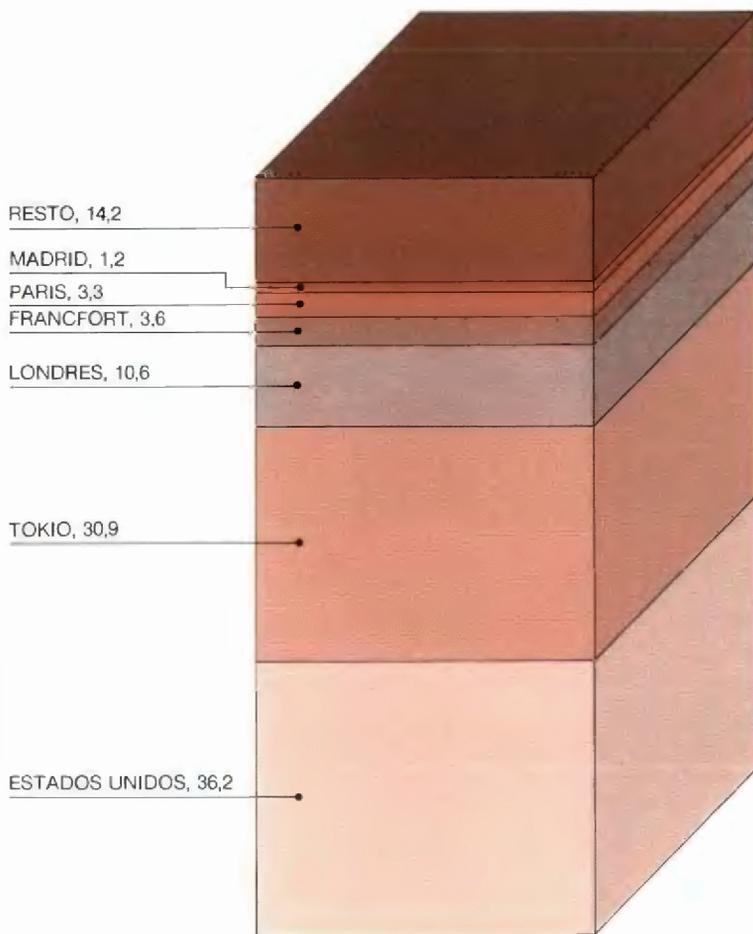
Dadas estas características intrínsecas, la creciente globalización de los mercados de capitales

se ha traducido en una creciente interdependencia de nuestras bolsas respecto a las grandes bolsas extranjeras, especialmente la de Nueva York. Esa interdependencia no excluye asimetrías curiosas; pues, en general, la Bolsa de Madrid baja más cuando Nueva York baja y sube menos cuando ésta repunta. Nos encontramos, pues, con que nuestro mercado es un mercado muy volátil. En efecto, tal como se señala en el gráfico 3, las fluctuaciones del índice general son, en nuestro caso, muy amplias, de tal forma que, frente a una desviación típica de 4 en la Bolsa de Nueva York, la de Madrid muestra una desviación de 5,92 en el período 1985-1990 (un estudio que está por hacer es el de si la mayor variabilidad observada en 1989 y 1990 está relacionada con la introducción del sistema de mercado continuo).

La contratación en la Bolsa de Madrid —que representó en 1990 casi el 84 por 100 de la contratación total de las bolsas españolas— ha crecido espectacularmente desde 1986, habiendo alcanzado en los años 1987 y 1989 sus cifras máximas. En cuanto a la relación entre contratación y capitalización —también recogida en el cuadro n.º 1— se observa que el porcentaje más elevado se alcanzó en 1987, el año del *crack* bursátil, descendiendo después, para recuperarse sólo modestamente durante el año pasado. Ahora bien, como se ha señalado en más de una ocasión, la contratación en nuestros mercados bursátiles está muy concentrada, pues algo más de una tercera parte corresponde a los sectores bancario y eléctrico; o, dicho de otra forma, existen numerosos valores dotados de muy escasa liquidez.

Esa misma impresión se con-

GRAFICO 1
CAPITALIZACION BURSATIL MUNDIAL
(Marzo 1991)



Fuente: BBV Interactivos.

firma si adoptamos la óptica del lado de la oferta. Ya se ha visto en el cuadro n.º 1 que el número de empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid ha pasado de un mínimo de 312 en 1986 a un máximo de 428 el año pasado; es decir, una diferencia de 116. En nuestro caso, hemos tropezado, además, con otro obstáculo; a saber, que hasta 1990 no se cotizaban en las bolsas españolas sociedades extranjeras, que constituyen en otras bolsas europeas

—casos de Londres y Amsterdam— casi el 50 por 100 de las empresas contratadas.

Si consideramos la admisión de valores a cotización por sectores (cuadro n.º 3), comprobaremos cómo, después de un incremento espectacular desde los 186.000 millones de pesetas en el año 1984 a los más de 900.000 en 1988, los dos últimos años han sido testigos de un retraimiento tanto de las acciones admitidas

a consecuencia de ampliaciones de capital de empresas ya cotizadas como, en mucha menor medida, de la incorporación de sociedades de Bolsa.

No es éste el momento de detenerse a analizar las causas de una oferta tan poco diversificada de las acciones. Pero conviene mencionar, aunque sea de pasada, la escasa capacidad de captación de fondos de nuestro mercado bursátil; la ausencia tradicional de intermediarios capaces de asegurar su liquidez; el menor tamaño, relativamente hablando, de nuestras empresas; la existencia de un fuerte sector público, así como una estructura de la propiedad de los títulos de renta variable poco favorecedora de la movilización de las acciones.

Como pueden observarse en el gráfico 4, elaborado con datos oficiales y completado con estimaciones propias, casi el 50 por 100 de las acciones están en poder de lo que he calificado como accionistas permanentes; es decir, entidades de depósito, administraciones públicas, empresas no-financieras poseedoras de paquetes de dominio y familias que, por una u otra razón, no pretenden negociar sus tenencias de valores sino en circunstancias muy excepcionales. Otro 32 por 100 está en manos de inversores individuales, entre los cuales una parte difícil de estimar tampoco suele proporcionar liquidez al mercado con sus operaciones de compra y venta. Entre las instituciones domésticas, destacan las instituciones de inversión colectiva —que sí mueven más frecuentemente sus carteras—, quedando los inversores extranjeros como el núcleo más propicio para potenciar la liquidez del mercado. En unos casos, sus inversiones están guiadas por expectativas de ganancias de capital a

GRAFICO 2
CAPITALIZACION BURSATIL
(En porcentaje del PNB)

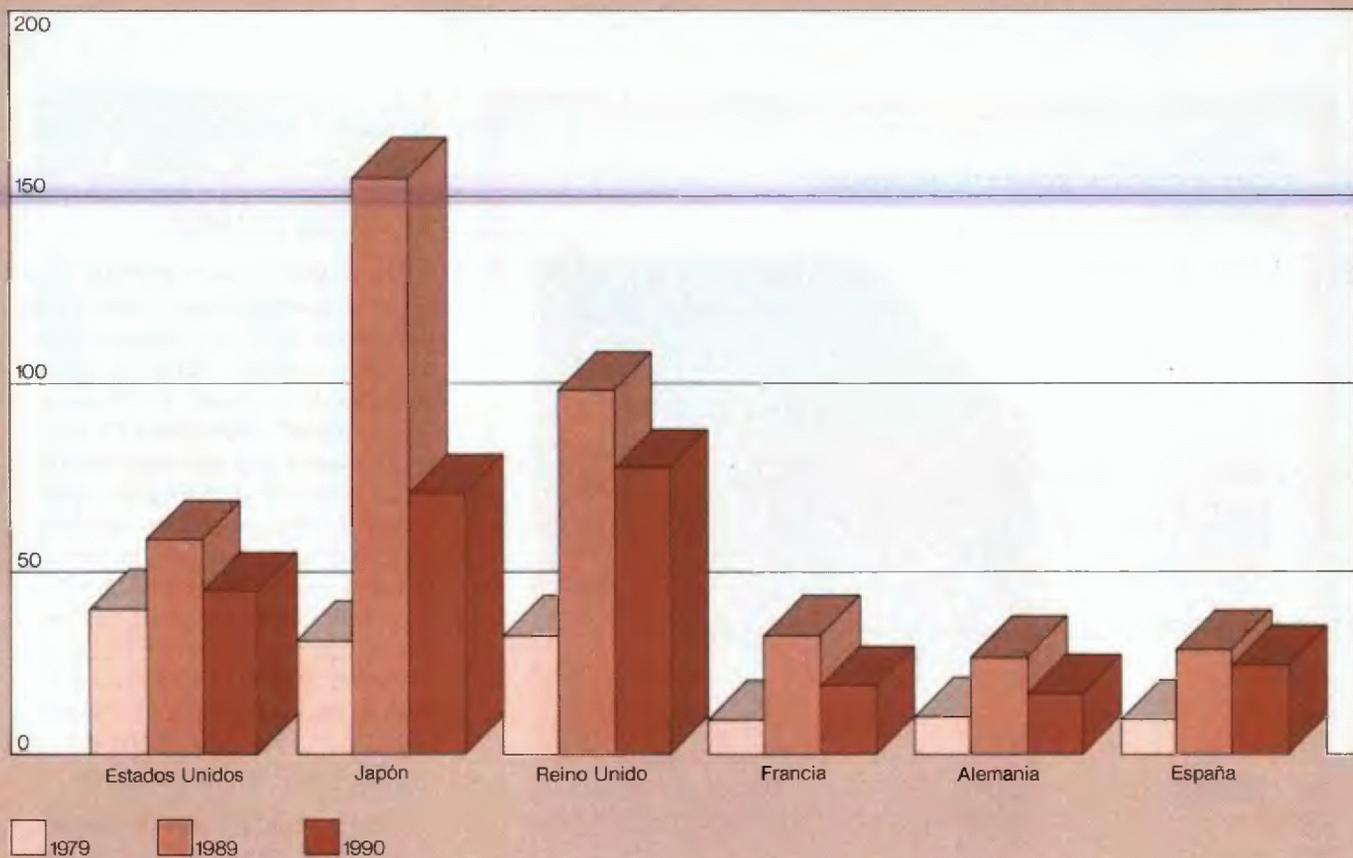
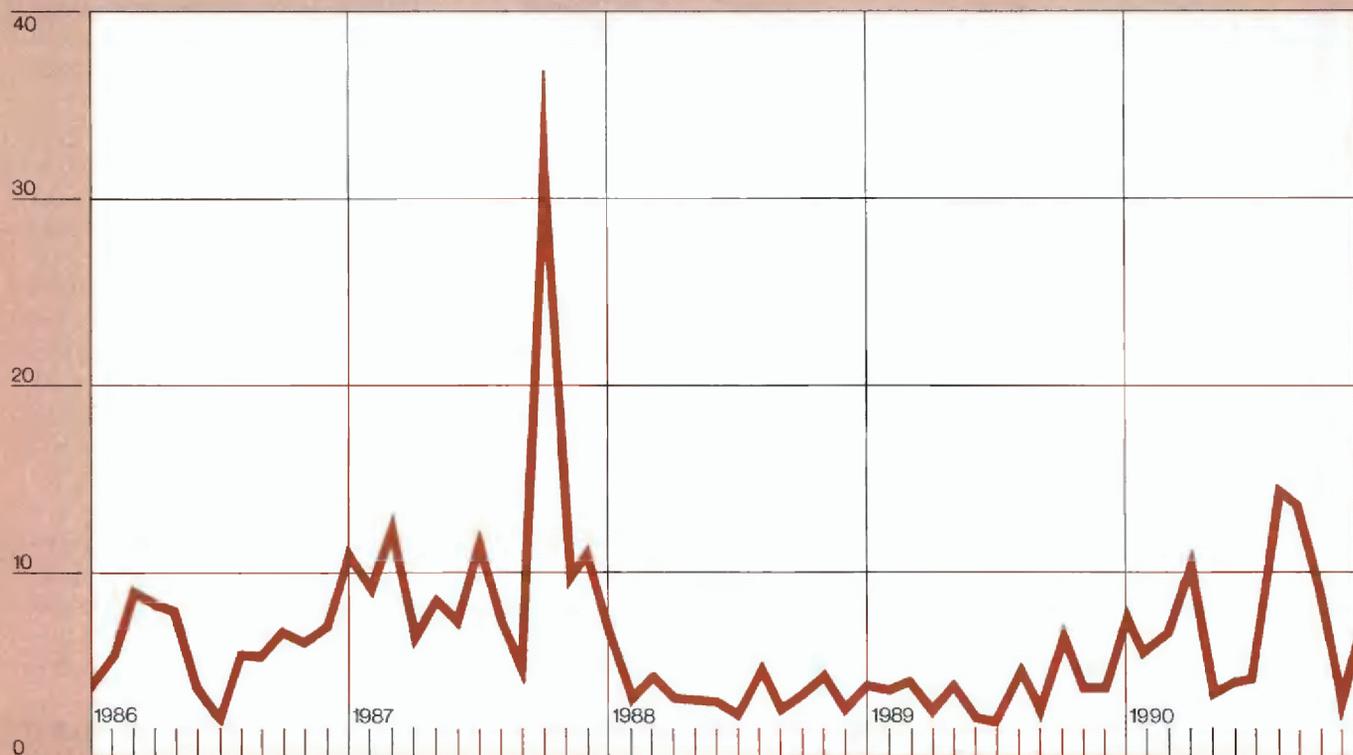


GRAFICO 3
INDICE GENERAL DE LA BOLSA DE MADRID
(Desviación estándar mensual. Enero 1986-diciembre 1990)



Fuente: BBV-Interactivos.

corto plazo, y en otros, les mueven motivos estratégicos que se materializan bajo la forma de toma de participaciones mayoritarias o de control. Estas últimas, todo hay que decirlo, tampoco favorecen el desarrollo de nuestros mercados bursátiles.

El cuadro n.º 4 ofrece datos sobre la distribución sectorial de las tenencias de acciones para cinco grandes países miembros de la OCDE en el año 1989. Las diferencias más sobresalientes, respecto a lo que de España sabemos sobre este mismo capítulo, residen, en mi opinión, en la escasa importancia de la inversión institucional —fondos de pensiones y fondos de inversión— y, por contra, en el fuerte peso, ante todo, de la inversión extranjera y, en menor grado, de las administraciones públicas, que en España pueden ostentar entre el 8 y el 10 por 100 de las acciones en circulación.

Conviene ahora dar un paso más y estudiar cuáles han sido las fuerzas de la demanda de acciones, reflejadas en el cuadro número 5 en forma de compras netas por sectores. Lo primero que se advierte es la creciente importancia de la inversión extranjera, que de un 27 por 100, a comienzos de la década de los ochenta, ha pasado a representar el 100 por 100, al finalizar precisamente ese decenio. Ello ha sido debido, fundamentalmente, a la reducción en las compras netas del sector privado: empresas y familias y, en menor medida, instituciones financieras.

Como se observa en el cuadro número 6, la inversión extranjera en la Bolsa española —en este caso, a través de la Bolsa de Madrid— llegó a alcanzar casi la cuarta parte de la contratación global en el año 1987, suponien-

do en el último lustro un promedio del 13,4 por 100 de su capitalización. El gráfico 5 refleja la distribución por países de procedencia (el 72 por 100 procede de países comunitarios) y el gráfico 6, su distribución sectorial en 1990 (la construcción ha sido el sector preferido, seguido por el bancario y el eléctrico). En el cuadro n.º 7, por último, se encuentran cifras más detalladas.

Otro rasgo destacable es que la inversión institucional carece en España del papel activo que en otros mercados de valores desempeñan estas instituciones como demandantes de acciones.

Las compañías de seguros tienen una cartera de títulos de renta variable que no es excesiva: unos 324 miles de millones de pesetas a finales de 1989, o el 18 por 100 de su cartera de títulos. Por otro lado, los espectaculares vaivenes de nuestra Bolsa a lo largo de la historia reciente, junto con un marco fiscal que nunca ha apoyado la inversión bursátil, explican el escaso atractivo que estas entidades han presentado como fórmulas de canalización del ahorro español hacia la Bolsa.

Si nos fijamos en el cuadro número 8, referente a las entidades típicamente más ligadas a la inversión en Bolsa —los fondos de inversión mobiliaria— se observará que en los tres últimos años su número ha experimentado un incremento espectacular, que sin embargo no ha ido acompañado de un aumento paralelo del número de partícipes.

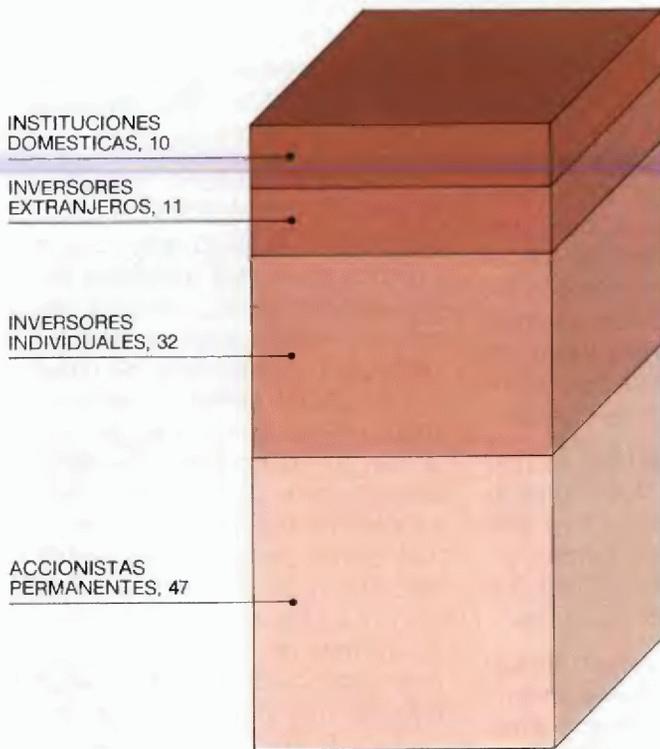
De momento, también el patrimonio de los fondos permanece sin prácticas variaciones, situado en torno a poco más del medio billón de pesetas. Queda por ver cuál es su futuro, aun cuando nadie puede discutir su utilidad como cauce para canalizar el pe-

queño y mediano ahorro hacia unos mercados cada vez más complejos y tecnificados.

Los fondos de pensiones constituyen otra modalidad de inversión institucional cuya actuación en otros mercados bursátiles tiene considerable importancia. No así en nuestro país, en el cual tanto su reciente carta de naturaleza oficial como el estrecho marco fiscal que los regula explican, en cierto modo, su lenta implantación. A finales de 1990, existían en nuestro país más de 130 fondos de pensiones, si bien es cierto que, por vinculaciones en grupos financieros, no se contaban más de 40. El patrimonio total gestionado ascendía a 343,3 miles de millones de pesetas, correspondientes a 628.000 partícipes. La inversión en acciones de los fondos ha sido hasta ahora bajísima, aun cuando cabe esperar que vaya aumentando, si bien lentamente, en el curso de los próximos años, en los cuales cabe confiar en que un nivel de tipos de interés más bajo y una estructura más normal de éstos redunde en un mayor atractivo de la renta variable frente a la renta fija en general, y al corto plazo en particular.

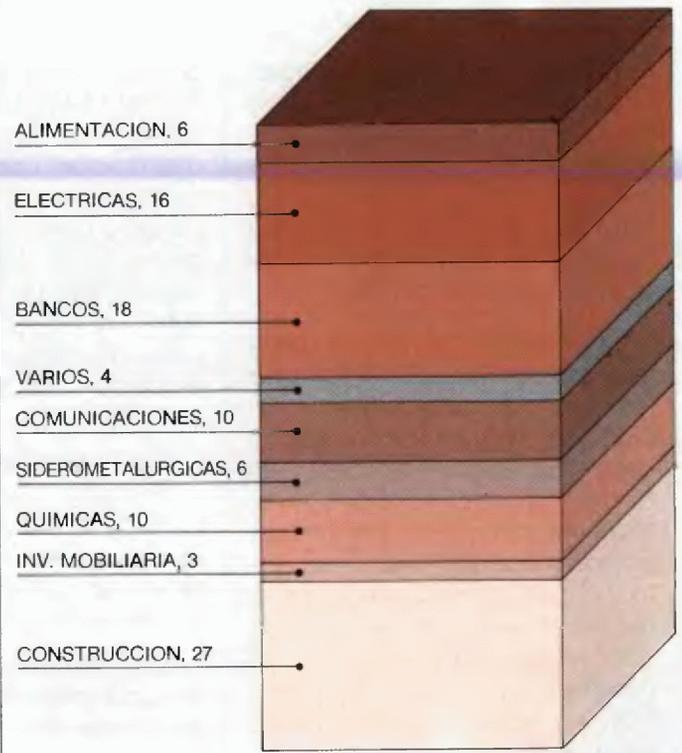
Ha llegado la hora de hablar del elemento que, al menos en teoría, equilibra oferta y demanda. Me refiero a los precios. Ya hice antes referencia a la correlación que muestran los precios de nuestros mercados con los de otras bolsas, especialmente la de Nueva York. El año 1990 y los meses transcurridos del año en curso no contradicen esa afirmación. En el cuadro n.º 9, puede verse cómo en 1990 la Bolsa de Madrid era, junto con las de Tokio y París, una de las más bajas del mundo, mientras que en el primer semestre de 1991 se halla entre las más alcistas.

GRAFICO 4
COMPOSICION DE LA BOLSA POR TENEDORES
 (Datos a 30-12-90)
 (En porcentajes)



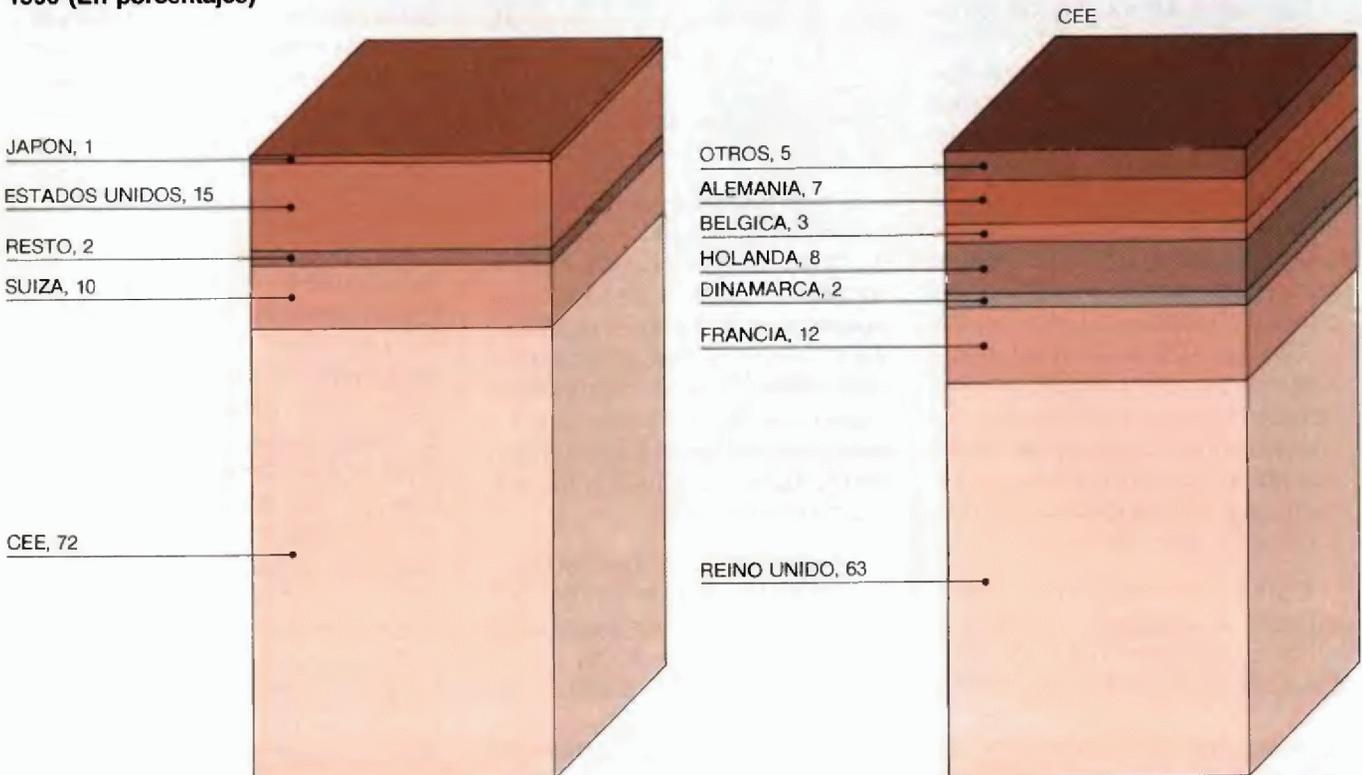
Fuente: BBV-Interactivos.

GRAFICO 6
DISTRIBUCION DE LA INVERSION EXTRANJERA
EN 1990, POR SECTORES
 (En porcentajes)



Fuente: Bolsa de Madrid y BBV-Interactivos.

GRAFICO 5
PAISES DE PROCEDENCIA DE LA INVERSION EXTRANJERA
1990 (En porcentajes)



Fuente: Bolsa de Madrid.

Es indudable que esa evolución reciente ha sido fruto de la coincidencia de factores tales como la mejor coyuntura de nuestra economía en relación con la de otros países occidentales, las favorables expectativas de los beneficios y, al decir de no pocos analistas, la baratura del mercado español. A juzgar por los datos de la relación precio/beneficio —o PER— recogidos en el cuadro n.º 10 para el año 1990, la afirmación parece correcta, e igualmente lo es si uno se fija en el cuadro n.º 11, que, con datos a marzo de 1991, nos muestra que, tanto en términos de PER como en términos de precio/valor contable y precio/flujo de caja, la Bolsa española está infravalorada no sólo respecto a la media de las bolsas comunitarias, sino también en relación con las principales bolsas mundiales. Y ello no sólo es así ahora, sino que se trata de una constante histórica que admite muy escasas excepciones (cuadro n.º 12).

No pretendo adentrarme en el peligroso terreno de las predicciones; tampoco deseo actuar como vendedor de la Bolsa. Hemos pasado, desde agosto de 1990, un período de incertidumbre económica que seguramente no ha concluido. Pero la verdad es que, salvo acontecimientos imprevistos, nos encaminamos hacia un mayor crecimiento real, con una inflación bastante controlada. Por otro lado, todo parece indicar que los mercados de capitales en general, y los bursátiles en particular, se beneficiarán especialmente en la Europa comunitaria de la mayor libertad de movimientos de capitales, de la armonización fiscal, así como de los procesos de innovación y globalización que se materializarán en el curso de los próximos años.

Cabría, por lo tanto, suponer

que existe un cierto valor no descontado en los mercados bursátiles. Para ello, he aplicado un procedimiento, similar al de las compras apalancadas de empresas, al total del mercado. Así, en el cuadro n.º 13, la primera columna representa la relación precio/flujo de caja, mucho más fiable que el PER en comparaciones internacionales. Pues bien, si se divide el *cash flow* por el tipo de interés más significativo de los préstamos bancarios, se obtiene una estimación del endeudamiento que ese *cash flow* puede financiar; y a continuación comparamos ese endeudamiento con la valoración del mercado. Veremos así que en España la capitalización del mercado representa el 78 por 100 del endeudamiento que el *cash flow* de ese mercado podría sostener. En el caso de, por ejemplo, el Reino Unido sería el 103; en Alemania, el 45; en EE.UU., el 76, y en Japón, el 97.

Ahora bien, podemos presentar las cifras de otra forma, quizá más ilustrativa al propósito aquí perseguido. A saber, que todo el mercado bursátil español podría comprarse algo más de una vez con el *cash flow* generado por las empresas cotizadas en ese mismo mercado. El caso extremo es el de Italia, donde toda la Bolsa es susceptible de adquirirse nada menos que tres veces con los flujos de caja generados por las empresas en ella cotizadas.

II. LA ESTRUCTURA DEL MERCADO

La evaluación de la situación actual de nuestros mercados bursátiles y la referencia realizada a la evolución más reciente de sus rasgos básicos quedaría incompleta sin un análisis, siquiera sea breve, de su conformación estructural (mercados, sistemas de con-

tratación, compensación, liquidación e información, e intermediarios operantes). Para concluir, me referiré a los hechos que, en un futuro próximo, pueden afectar decisivamente al desarrollo de nuestros mercados de valores.

1. Centros de contratación y mercado único

Como es bien conocido, existen en España cuatro centros de contratación: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. Tradicionalmente, Madrid ha sido el más importante de los cuatro, pero esa primacía comenzó a tornarse en dominio casi completo a mediados de la década de los ochenta. El sistema presentaba algunos inconvenientes: las acciones de la mayor parte de las grandes empresas se cotizaban en más de una Bolsa, y como las disposiciones legales impedían a los intermediarios de una plaza actuar en otras —a lo cual se unía el que la interconexión entre ellas era deficiente—, se producían diferencias de precio de una Bolsa a otra sin que existiese un arbitraje efectivo que las redujese apreciablemente o, como la teoría enseña, las eliminase.

La entrada en funcionamiento del sistema de contratación conocido con las siglas CATS —al que luego me referiré— supuso un cambio trascendental, por cuanto ha creado, de hecho, un mercado único en el cual se realiza actualmente el 90 por 100 de la contratación total. Ello ha supuesto que se acentúe aún más el predominio de la Bolsa de Madrid (cuadro n.º 14) y que el mercado, como espacio físico de encuentro entre las fuerzas de oferta y demanda —los tradicionales «corros» de nuestras bolsas—, haya quedado desplazado

por un mercado asistido por ordenador, en el cual los operadores actúan —mediante pantallas, teclados y terminales— en una forma más sencilla, rápida y eficiente.

Pues bien, a raíz de la Ley del Mercado de Valores (LMV), promulgada en julio de 1988, las bolsas de valores han pasado a ser centros de contratación regidos y administrados por sociedades anónimas, denominadas sociedades rectoras, cuyas únicas finalidades son dirigir y ordenar la contratación y las actividades que se desarrollen en la correspondiente Bolsa, para lo cual serán responsables de la organización de los servicios necesarios y titulares de los medios precisos para su funcionamiento.

Los socios son las sociedades y agencias de valores que adquieran la condición de miembros de una o unas bolsas mediante la participación en su capital. Contra lo que pudiera pensarse de acuerdo con un esquema de derecho societario puro, las participaciones están limitadas tanto por los criterios establecidos en el artículo 9 del Real Decreto 726/1988 —que fija los criterios del capital mínimo exigible o de la media de los recursos propios mínimos exigibles en el ejercicio anterior— como por los propios estatutos de las sociedades rectoras. El resultado es que entre la sociedad con mayor cuota de mercado y la agencia o agente individual puede existir una relación de 50 a 1, y sin embargo, sus respectivas participaciones, y consecuentemente sus votos, en el capital de las rectoras guardan una relación de 5 a 1.

Al cabo de año y medio de actividad, las sociedades rectoras presentaban los resultados que he recogido en el cuadro n.º 15.

En él destacan algunos aspectos que paso a comentar brevemente.

Los dos capítulos importantes de ingresos son los financieros y los derivados de la prestación de servicios. Los primeros corresponden a la colocación, en condiciones de mercado, de los saldos de liquidación de las compraventas de valores producidos por las demoras en el actual sistema de compensación y liquidación. Los segundos tienen su componente más importante en los cánones cobrados por las sociedades rectoras por la admisión de valores a contratación, por la permanencia y exclusión de valores, al igual que los antes mencionados derechos de liquidación; a todo lo cual se unen las cuotas fijadas a los miembros de la Bolsa. Habida cuenta tanto de la importancia que para las rectoras están teniendo los ingresos derivados de la liquidación de valores como del hecho de que tal función pasará en el futuro a la sociedad de compensación y liquidación, las rectoras han introducido este año un nuevo concepto: el canon de gestión bursátil.

Entre los gastos de explotación, los de personal superaron a los generales en 1990, con la única excepción de la sociedad rectora de Bilbao. Suponen entre el 57 por 100 del margen ordinario en Valencia y el 35 por 100 en Bilbao, si bien en esta primera etapa las cifras pueden estar algo infladas por los planes de jubilación anticipada y despidos incentivados, consecuencia de excesos de personal contratado en épocas pasadas sin justificación alguna.

Las sociedades rectoras de Madrid, Barcelona y Bilbao parecen haber dedicado una proporción muy alta de su margen de explotación a amortizaciones, funda-

mentalmente de equipos y programas informáticos. Financiera-mente, parece que las rectoras de Madrid y Bilbao son las que presentan unos resultados más halagüeños —su rentabilidad sobre recursos propios en 1990 sería, respectivamente, del 10 y del 19 por 100—, si bien la segunda gozó de una subvención de capital de 81 millones de pesetas concedida por el gobierno vasco, circunstancia que, por cierto, se repite en Barcelona, cuya rectora recibió el año pasado 150 millones de la Generalidad de Cataluña en concepto de subvención de explotación.

2. Sistemas de contratación

Antes de entrar en funcionamiento el mercado continuo, el sistema de contratación en nuestras bolsas era de viva voz, en «corros» de muy corta duración y escasa transparencia; situación que se complicaba por la tendencia creciente, con el tiempo, a negociar importantes paquetes de valores fuera del mercado y al llamado «precio convenido», cuyos criterios de fijación eran desconocidos.

Por otro lado, las acciones bancarias se negociaban con un método diferente, llamado «de caja», que, si bien presentaba la ventaja de ofrecer un solo precio cada día para el valor en cuestión, no alejaba por completo la posibilidad de manipulaciones.

La LMV ordenó el establecimiento de un sistema de interconexión bursátil de ámbito estatal para la negociación de los valores admitidos a contratación en, al menos, dos bolsas. Dicho sistema estaría gerenciado por una sociedad anónima, llamada Sociedad de Bolsas, constituida a partes iguales por las cuatro rec-

toras, que tendrá a su cargo la dirección y administración del sistema.

De hecho, contamos, desde el 24 de abril de 1989, con un mercado interconectado, el llamado mercado continuo o CATS (siglas inglesas de «mercado asistido por ordenador»). Como antes se indicó, en ese mercado se negocia actualmente el 90 por 100 de los valores admitidos a contratación, y como tal mercado interconectado supone la eliminación del sistema de confrontación oral de órdenes en corros y su sustitución por un sistema de pantallas, asistido por teléfonos.

El CATS se compone de tres submercados, denominados respectivamente «de lotes», «de picos» y «de términos especiales». En el primero, se fijan los precios oficiales, y su unidad de contratación son lotes de 25, 50 y 100 títulos determinados en función del precio unitario de la acción correspondiente. La contratación se realiza en dos fases. La primera, llamada «preapertura», tiene por objeto recibir las propuestas de compra y venta, y establecer un precio válido de apertura que debe cumplir determinadas condiciones que no voy a detallar aquí para no alargar mi exposición. La preapertura dura de las 10 a las 11 de la mañana.

Producida la apertura, se asignan, en primer lugar, las partidas que tengan un precio límite, tanto para la compra como para la venta, mejor que el de apertura y, a continuación, las coincidentes con ese precio. Comienza así el mercado abierto, en el cual se van casando operaciones de acuerdo al mejor precio y con prioridad para la propuesta que ha llegado primero.

El mercado de picos acoge las órdenes que no alcanzan el nú-

mero mínimo de títulos requerido para formar un lote. Aquí las propuestas se negocian con límite de precio. Teniendo en cuenta que se puede fijar un mínimo de títulos, no rigen aquí las prioridades de precio y hora características del mercado de lotes. En cuanto al mercado de términos especiales, reservado a precios no negociados en el mercado de lotes, no existe preferencia respecto al precio, y el volumen ha de ser, como mínimo, un «lote» o múltiplo de un lote.

Como complemento a estos tres mercados, existen las llamadas «aplicaciones», que funcionan desde las cinco a las ocho de la tarde. La normativa del CATS impone tres requisitos para la realización de una aplicación:

a) Un importe efectivo que suponga, como mínimo, el 20 por 100 del volumen del valor contratado diariamente durante el último trimestre.

b) Que se trate de una única orden de compra y de venta.

c) Que se ejecute precisamente al cambio de cierre.

Brevemente descrito, éste es el sistema de contratación asistida por ordenador sobre el cual se basa nuestro mercado continuo. Aun cuando supuso en su día un espectacular avance respecto al sistema de contratación de viva voz (en corros), no deja de presentar lagunas; lagunas que van ahondándose con el paso del tiempo.

En primer lugar, cuando se puso inicialmente en funcionamiento, el CATS no era ya el sistema más moderno, y no pocos participantes en el mercado anunciaron entonces que se tropezaría con dificultades crecientes a medida que se incluyesen en el nue-

vo sistema más valores. Y así ha sucedido, produciéndose cada vez con mayor frecuencia tiempos más dilatados en los procesos de órdenes dados en los momentos punta de la contratación, o incluso paradas que obligan a detener ésta.

Como acabo de indicar, el sistema es vetusto, y ello se traduce, por ejemplo, en que la contratación y la información transcurren por los mismos circuitos, con la natural interferencia. Hay, además, un problema de capacidad en el ordenador que soporta el sistema. Cuando la contratación supera unos ciertos niveles medios, o se produce una concentración de órdenes en un breve espacio de tiempo —por ejemplo, los cinco o diez minutos anteriores al cierre—, surgen inevitablemente problemas. Y esos problemas originan siempre pérdidas, o disminución de potenciales beneficios, a los miembros del mercado, sin que las quejas y protestas de éstos ante la Sociedad de Bolsas haya conseguido por ahora mejoras reseñables.

Quisiera ahora referirme a una cuestión íntimamente ligada al desarrollo de la contratación bursátil: esa cuestión es la de su suspensión.

Como es fácilmente comprensible, la contratación debe cumplir unos requisitos de fluidez, generalidad y transparencia que aseguren la inexistencia de ventajas para alguno o algunos de los grupos que en ella participan. De aquí que hayan existido siempre mecanismos de suspensión de la contratación destinados a forzar el cumplimiento de esos fines. El Reglamento de las Bolsas de Comercio —de junio de 1967— contemplaba dos motivos de suspensión en el sistema de contratación de viva voz: a) la

existencia de acontecimientos y noticias que puedan condicionar la normal contratación, en cuyo caso se suspende ésta hasta constatar y delimitar el alcance de dichos acontecimientos (art. 52), y b) ante ofertas o demandas firmes con diferencias superiores a las establecidas (art. 51.1), o cuando aquéllas supongan posibles variaciones excepcionales en los cambios (art. 51.2).

Al entrar en funcionamiento el sistema de interconexión bursátil, la casuística de las suspensiones de la contratación se ha ampliado, como lógico trasunto de las exigencias de un sistema informatizado.

Así pues, las causas de suspensión recogidas en las normas de contratación redactadas por la Sociedad de Bolsas son las siguientes:

a) Por motivos técnicos, ya sean éstos de caída de líneas, interrupciones del ordenador central u otros.

b) Circunstancias que afecten a la contratación; motivos propios del mercado, cuando alguna circunstancia pueda alterar la normal contratación.

c) Por precio o por volumen; si no se cumplen los requisitos de apertura, el valor entrará en suspensión automática; en el caso de que ya hubiese abierto, el intento de negociar por encima de los límites establecidos originará también la suspensión automática del valor.

El problema surge porque recientemente se ha planteado un nuevo motivo de suspensión de la contratación en el mercado continuo: la paralización cautelar. Consiste ésta en la aparición de noticias o acontecimientos importantes que se presenten en el curso de una sesión y puedan im-

pedir el normal desarrollo de ésta o el adecuado funcionamiento del soporte técnico del sistema de interconexión bursátil. En tal caso la Supervisión podrá paralizar cautelarmente la contratación durante el tiempo imprescindible para conocer el alcance exacto de la noticia o acontecimiento en cuestión. Durante ese tiempo, no se permitirá la introducción de propuestas ni su ejecución. En caso de que la paralización cautelar se produjese durante la última hora de la sesión, ésta, una vez reanudada, tendrá una duración mínima de 30 minutos.

Y he dicho «problema» porque en la exposición de las causas de la llamada paralización cautelar se mencionan la aparición de noticias y acontecimientos importantes —causas ya mencionadas antes— o el «adecuado funcionamiento del soporte técnico del sistema de interconexión bursátil». Y aquí enlazamos con las deficiencias tecnológicas a las cuales he aludido antes, porque lo que está sucediendo, cada vez con mayor frecuencia, es que el sistema se colapsa por falta de capacidad suficiente para procesar las órdenes; no han sido extrañas en los últimos meses, por ejemplo, colas de órdenes de cuatro y cinco minutos.

Lo cierto es que la Sociedad de Bolsas se ha negado en ocasiones a reconocer el carácter técnico de estas paradas y ha pretendido presentarlas como necesidades de «reflexión» para el mercado y sus operadores. Esta actuación paternalista, que obliga a reflexionar, me parece de difícil justificación, pues supone en la práctica neutralizar las ventajas adquiridas por aquellos miembros del mercado que más hayan invertido en sistemas de comunicación con la clientela, mejor

comercialización hagan, o cuenten con operadores más ágiles y dedicados. En una palabra, semejante actuación de la institución supervisora recorta la eficiencia del mercado, al imponer como patrón de actuación el comportamiento de los menos eficientes. Pero no acaba aquí todo, ya que, finalizada la paralización cautelar, se impone un período de preapertura; imposición ésta de aún más difícil justificación, y que supone una dificultad adicional en la tarea de recuperar el ritmo perdido de la sesión.

En conclusión, ésta es una de las deficiencias de nuestros mercados, y conviene encararla abiertamente para encontrar de forma urgente soluciones rápidas y eficaces.

3. Compensación y liquidación

La compensación de los valores negociados y la liquidación de efectivos había sido tradicionalmente uno de los talones de Aquiles de nuestros mercados bursátiles. La implantación, en 1974, del llamado «sistema de fungibilidad» constituyó en su día una notable mejora, no exenta de lagunas; por ejemplo, la no inclusión de los títulos nominativos, fundamentalmente bancarios. Sin embargo, el paso del tiempo y el incremento de la contratación hacían imprescindible un nuevo enfoque de esta fase, esencial en el negocio bancario.

Así lo comprendió la LMV, que ordenó la constitución de una sociedad anónima que, con el nombre de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, deberá llevar el registro contable de los valores admitidos a negociación en las bolsas de valores y representados mediante anotaciones en cuenta, así como ges-

tionar en exclusiva la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las bolsas.

Participarán en el capital de esa sociedad las entidades financieras directamente implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores, incluidas las entidades no residentes que desarrollen en el extranjero actividades análogas.

Los trabajos para establecer el nuevo sistema comenzaron en enero de 1990, y en una primera fase abarcaron tanto la inclusión en el viejo sistema de fungibilidad de los títulos nominativos —fundamentalmente bancarios— que no lo estaban como el establecimiento de las bases de lo que será el nuevo sistema de compensación, dejando para una fase posterior el desarrollo de los escasos artículos que el título de la LMV dedica a las anotaciones en cuenta.

Los principios básicos del nuevo sistema eran cinco: existencia de un único sistema que abarcase la liquidación de los valores negociados en el mercado español; que se asegure la simultaneidad entre la entrega de los valores y la transferencia de efectivo; que todas las operaciones se liquiden, como máximo, al quinto día de contratación posterior a aquel en que se hubiese efectuado la transacción, si bien el cumplimiento de este objetivo puede tropezar con dificultades en el caso de operaciones en que intervengan extranjeros; que se asegure que el comprador recibe, en una fecha determinada, los valores que ha comprado y el vendedor, a su vez, el efectivo derivado de la venta; por último, que ninguna de las partes intervinientes en la transacción resulte financieramente perjudicada como

resultado del funcionamiento del sistema de compensación y liquidación.

La consecución de tales objetivos impone un diseño del sistema inspirado en unos ciertos criterios, que podrían resumirse de la siguiente forma:

a) Las entidades participantes en el Sistema de Compensación y Liquidación (SCL) estarán conectadas electrónicamente para transmitirse mutuamente la información precisa por medio de una red de comunicaciones que una a miembros del mercado, entidades adheridas, sociedades emisoras, rectoras de las bolsas y el propio SCL.

b) El SCL centralizará los registros de las anotaciones en cuenta, asegurando así la integridad de la información, la economicidad en los costes y la mejor calidad en el servicio a las entidades adheridas.

c) En contraste, es preciso conseguir que todas las entidades participantes en el SCL puedan conectar con éste a su libre elección y encaminar hacia él todas las operaciones realizadas, consiguiendo de esta forma la mayor eficiencia y rentabilidad de sus procesos internos de ejecución de órdenes, contabilización y comunicación con sus clientes.

d) Es igualmente preciso que las entidades participantes en el SCL puedan en todo momento acceder a la información que precisen de éste, actualizándola continuamente.

e) Por último, el SCL deberá asegurar la flexibilidad en el tratamiento de la información, junto con la seguridad y la confidencialidad en su control de acceso y manejo.

Pues bien, se ha conseguido

alcanzar un diseño que reúne esas características, superadas una serie de pugnas y malentendidos iniciales, y en estos momentos se procede a estudiar por el Ministerio de Economía y Hacienda un borrador de real decreto que consta de cinco capítulos organizados en tres títulos. Los tres primeros capítulos componen el título I, dedicado a la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, y se ocupa de las normas jurídicas de carácter común y de la organización de los registros contables, tanto de los valores admitidos como de los no admitidos a negociación en los mercados secundarios oficiales. Por su parte, el título II establece las normas generales y los procedimientos para asegurar la entrega de valores y de efectivos, así como de las fianzas que hayan de prestarse en el mercado. Por último, el título III se ocupa de la composición y organización del Servicio de Compensación y Liquidación.

En estos momentos, el proyecto de real decreto ha sido enviado al Ministerio, y posteriormente será remitido a dictamen del Consejo de Estado y aprobado definitivamente por el Consejo de Ministros. (Ya en imprenta este artículo, el proyecto de real decreto ha sido enviado a dictamen del Consejo de Estado.) Como fácilmente se comprenderá, el proceso puede resultar lento, y sería una desgracia retrasarlo, pues ello repercutiría en la implantación efectiva y en el comienzo del nuevo sistema de compensación y liquidación.

La pregunta que todos nos hacemos es la de cuándo estará listo el SCL. Pues bien, de acuerdo con los planes oficialmente aceptados, el diseño y organización del SCL no se completarían hasta

primeros de diciembre de 1991; la liquidación provisional de operaciones y la centralización de registros, en enero de 1992; habrá que esperar a abril de 1992 para contar con la fase de anotaciones en cuenta, y hasta julio de 1992 para acabar la liquidación definitiva y dejar el desarrollo del Sistema listo para su entrada en funcionamiento. Pero éstos son sólo los planes previstos, y el desarrollo de proyectos tan complejos como éste suele sufrir, desgraciadamente, retrasos. En ese caso, hasta principios de 1993 no contaríamos con el Sistema de Compensación y Liquidación.

4. Difusión de la información

Es ésta una de las áreas que ha experimentado un desarrollo más rápido en todos los grandes mercados bursátiles, y no sólo porque es un elemento imprescindible para completar el ciclo bursátil que he intentado describir, sino también porque la difusión de la información constituye una de las principales fuentes de ingresos de las sociedades rectoras de las bolsas, quienes, por otra parte, se ven obligadas a soportar en este campo la competencia de sociedades creadas a este único objeto y la de las multinacionales de la difusión de información financiera. El resultado es que el usuario se encuentra con un producto que básicamente es único, pero en el cual cada una de las sociedades difusoras ha incorporado una peculiaridad propia que le proporciona un rango diferencial.

¿Cuáles son los principales sistemas de difusión de la información?

La rectora de la Bolsa de Madrid ofrece dos tipos de información. Uno referente a datos de

carácter histórico, económico y bursátil de las sociedades cotizadas; se denomina Sistema de Información Bursátil (SIB), y no incluye información en tiempo real sobre las cotizaciones del día. Esa información se transmite por medio de Radio-Bolsa, que consiste en un sistema de información de mercado continuo en tiempo real transmitido por frecuencia modulada. Actualmente, funciona en las cuatro plazas bursátiles y, en breve plazo, en otras ciudades.

La empresa independiente DIFESA, que suele trabajar en el campo de la implementación de sistemas de información para grandes entidades financieras, ha desarrollado el sistema llamado SIAM. Orientado fundamentalmente a operadores y gestores, que precisan estar informados continuamente, cuenta con la ventaja de facilitar una información agrupada de la actividad compradora o vendedora de cada uno de los miembros del mercado, así como su posición por cuota de mercado.

REUTER ofrece una información básica y reducida de los precios y volúmenes negociados en el mercado por medio de sus pantallas de difusión de información económica. La ventaja de este sistema reside en que permite llegar a todo el mundo, mostrando los precios de todos los valores del mercado continuo español.

Al menos otros seis sistemas de información existen ahora en el mercado. Si se atiende al coste de la información y de su difusión para el cliente final, es lógico pensar que con un sistema bastaría, o todo lo más dos. Por tanto, si bien esta competencia ha traído consigo una mejora de los productos, las fuertes inversiones en desarrollo y promoción de los re-

difusores más recientes, o menos implantados, no van a encontrar suficiente mercado, y posiblemente abandonarán esta actividad.

5. Los intermediarios

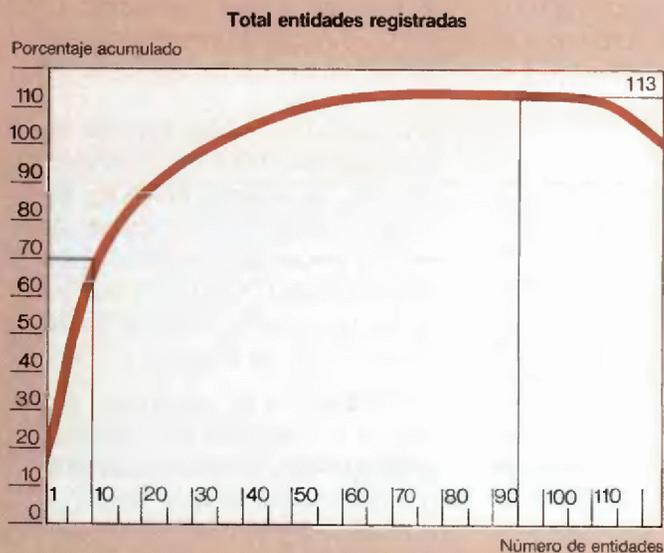
La exposición de motivos de la LMV nos dice que la experiencia extranjera y la necesidad de asegurar la solvencia financiera de los mediadores bursátiles aconsejaron prescindir de la figura individual del agente de cambio y Bolsa, y sustituirla por entidades financieras especializadas: las sociedades y agencias de valores. Las primeras están facultadas para actuar por cuenta propia y de terceros, mientras que las agencias sólo podrán operar por cuenta ajena.

La Ley no impuso *numerus clausus* alguno estableciendo qué sociedades y agencias podían ser miembros de las bolsas, con tal de que se convirtiesen en accionistas de las mismas, sin que existiera impedimento para ser miembro de dos o más bolsas.

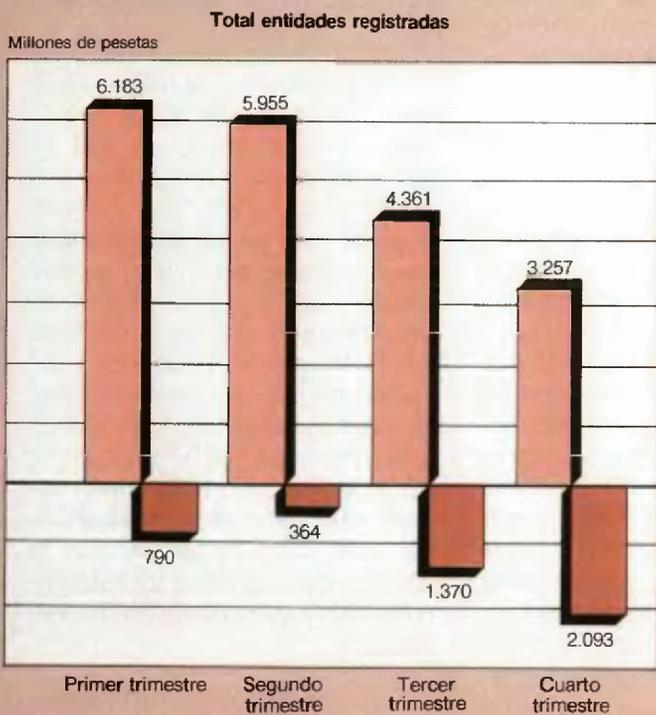
Las entidades que sean miembros de los mercados bursátiles tienen a su favor la reserva de la negociación de valores en ellos; pero, a cambio, en su accionariado se impuso la participación de al menos un antiguo agente de cambio y Bolsa en el capital social, en una proporción que ha ido disminuyendo a partir del 70 por 100 en 1989, y que podrá ser nula a partir del 1 de enero de 1992.

La LMV regula taxativamente, en sus artículos 71 y 72, las actividades que las sociedades y agencias de valores están facultadas para desarrollar. No me paro a realizar comentario alguno al respecto porque han sido suficientemente discutidas en todo tipo de publicaciones, y corro el

GRAFICO 7
PARTICIPACION EN RESULTADOS
(Antes de impuestos)
Enero-diciembre 1990



DISTRIBUCION TRIMESTRAL

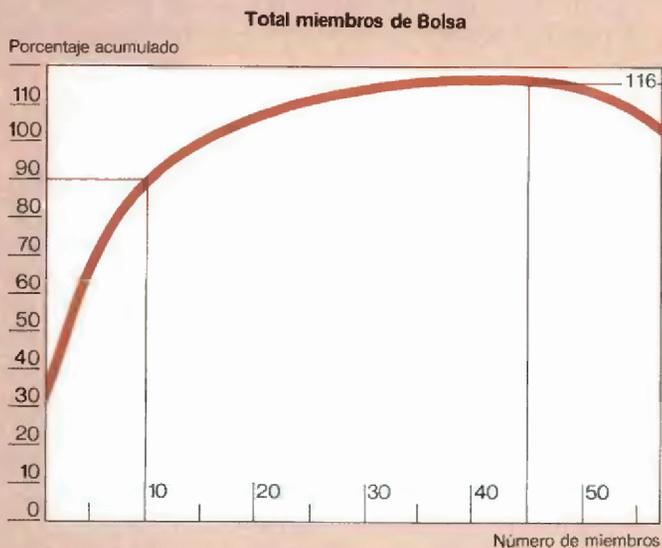


Beneficios Pérdidas

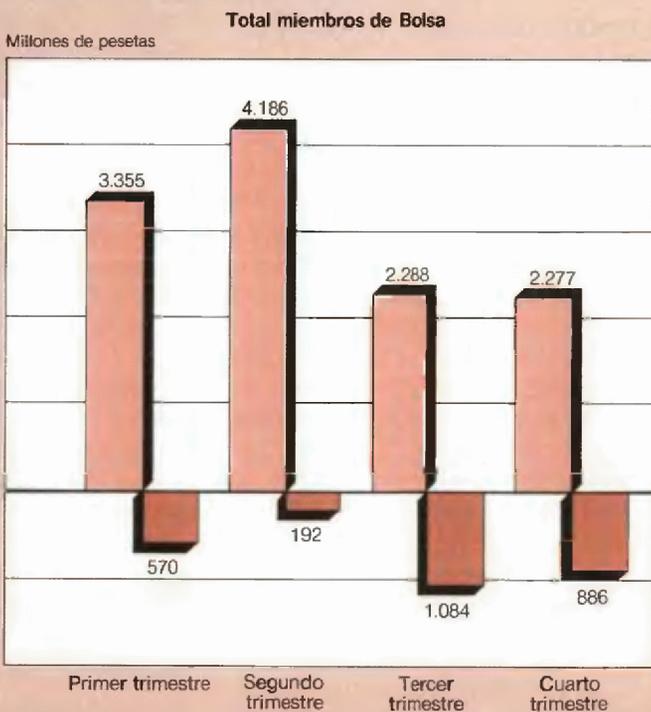
Primer trimestre	76 entidades con beneficios 29 entidades con pérdidas
Segundo trimestre	91 entidades con beneficios 22 entidades con pérdidas
Tercer trimestre	73 entidades con beneficios 44 entidades con pérdidas
Cuarto trimestre	77 entidades con beneficios 47 entidades con pérdidas

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

GRAFICO 8
PARTICIPACION EN RESULTADOS
(Antes de impuestos)
Enero-diciembre 1990



DISTRIBUCION TRIMESTRAL



Beneficios Pérdidas

Primer trimestre	41 Entidades con beneficios 16 entidades con pérdidas
Segundo trimestre	47 entidades con beneficios 10 entidades con pérdidas
Tercer trimestre	32 entidades con beneficios 25 entidades con pérdidas
Cuarto trimestre	36 entidades con beneficios 21 entidades con pérdidas

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

riesgo de aburrir al lector repitiendo conceptos ya muy manidos.

Según datos de la CNMV, a 31 de marzo de 1991 estaban inscritas en sus registros oficiales 53 sociedades y 78 agencias de valores, incluido un agente individual; de ellas, 33 y 20, respectivamente, eran miembros de una Bolsa de valores cuando menos. Dos datos adicionales pueden resultar de interés: primero, que las sociedades y agencias con capital extranjero son 17, y segundo, que bancos y cajas de ahorros —tanto nacionales como extranjeros— participan en 19 sociedades (véanse el cuadro n.º 16, que recoge algunos datos del sector, y el n.º 17, que muestra la rentabilidad sobre fondos propios).

Pues bien, el total de las sociedades y agencias de valores ganó, en 1990, 15.139 millones de pesetas antes de impuestos, de los cuales 12.908 correspondieron a las sociedades. Si distinguimos entre sociedades miembros y no miembros de las bolsas, las primeras obtuvieron unos beneficios de 8.302 millones de pesetas; es decir, el 64,3 por 100 del total del sector sociedades. Por contra, las agencias miembros de las bolsas sólo consiguieron el 48 por 100 de los beneficios aplicables a las agencias, siendo aquellas que son miembros las que obtuvieron, en conjunto, mejores resultados.

Una característica muy destacada es la acusada desigualdad existente en los sectores, tanto a la hora de recoger beneficios y lucir rentabilidades como de encajar costes.

Como se puede observar en los gráficos 7 y 8, diez sociedades acumulaban más del 70 por 100 de los resultados globales del sector, pero en el grupo de miembros

de las bolsas la concentración sube hasta el 90 por 100, con una distribución algo más desigual en el caso de sociedades que en el de agencias.

La desigualdad también se manifestaba en el cálculo de rentabilidad sobre fondos propios antes de impuestos; pues, como muestra el cuadro n.º 16, con una rentabilidad media del 21,38 por 100 existían 78 entidades, cuyos fondos propios rentaban menos de un 15 por 100, mientras que otras nueve obtenían rentabilidades superiores al 75 por 100.

Es justo decir que los resultados de 1990 estuvieron muy influidos —negativamente, por supuesto— por la crisis del Golfo Pérsico. Por esa razón, además de por su mayor actualidad, conviene comparar esos resultados con los referidos a 31 de marzo de 1991.

A esa fecha, las entidades registradas en la CNMV exhibían unos resultados antes de impuestos de 7.136 millones de pesetas —¡nada menos que 28.544 en tasa anual!—, de los cuales 5.473 correspondían a las sociedades de valores. Si volvemos a diferenciar entre miembros y no miembros de las bolsas, las primeras obtienen el 71,5 por 100 de los resultados totales, con una mejora de cuota de 7 puntos porcentuales respecto a diciembre de 1990. En cuanto a las agencias, las que son miembros de las bolsas ceden terreno frente a las agencias de valores, pues sus beneficios representan tan sólo el 27 por 100 del sector, frente a un 48 por 100 a finales del año anterior.

La mejora general de la coyuntura bursátil se ha traducido en una distribución menos sesgada de la participación en resultados, pues 10 entidades acumulan en

esa fecha, finales de marzo de 1991, una cuota de algo más del 50 por 100 de los beneficios antes de impuestos; es decir, 20 puntos porcentuales menos que en diciembre de 1990. Un descenso paralelo se registra entre las sociedades miembros de las bolsas, en las cuales las 10 más importantes concentraban el 70 por 100 de los beneficios, frente al 90 por 100 en 1990 (gráficos 9 a 13).

También se ha producido una mejora en la rentabilidad obtenida sobre fondos propios: el promedio del sector ha sido del 33,47 por 100, siendo 62 el número de sociedades con una rentabilidad inferior al 15 por 100, y pasando de 9 a 15 las que superaban el 75 por 100 (véase cuadro número 17).

Mucho se ha discutido sobre si el número de intermediarios bursátiles —53 a marzo de 1991— era el adecuado o no. Desde comienzos de la reforma —verano de 1989— se ha producido algún cambio, fusiones fundamentalmente, que no parece prefigurar la orientación definitiva del sector. En mi opinión, habrá que esperar dos acontecimientos: uno, de mayor trascendencia, cual es la libertad de comisiones a partir del 1 de enero de 1992; otro, menos importante, la entrada en vigor del mercado único, con la consiguiente libertad de establecimiento y de prestación de servicios.

La libertad de comisiones desencadenará, previsiblemente, una batalla cruenta en el curso del año próximo; batalla en la cual tienen todas las bazas ganadoras las sociedades y agencias grandes, estén o no participadas por entidades financieras. Ello reducirá el número de entidades miembros de las bolsas y reordenará las cuotas de merca-

GRAFICO 9
PARTICIPACION EN RESULTADOS
Primer trimestre 1991
(En porcentaje acumulado de resultados)

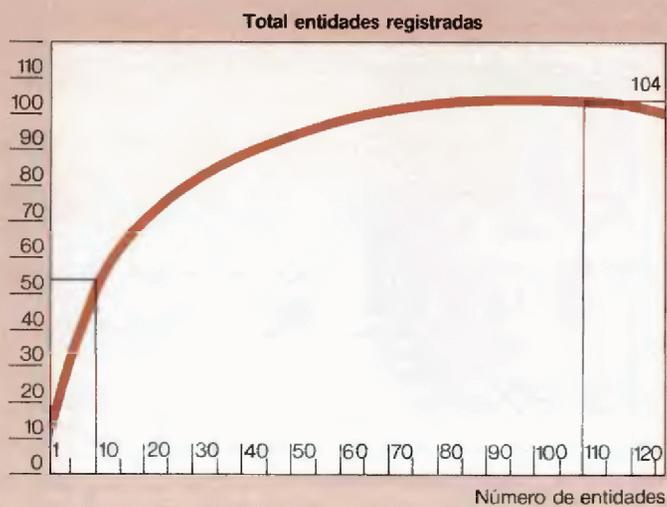
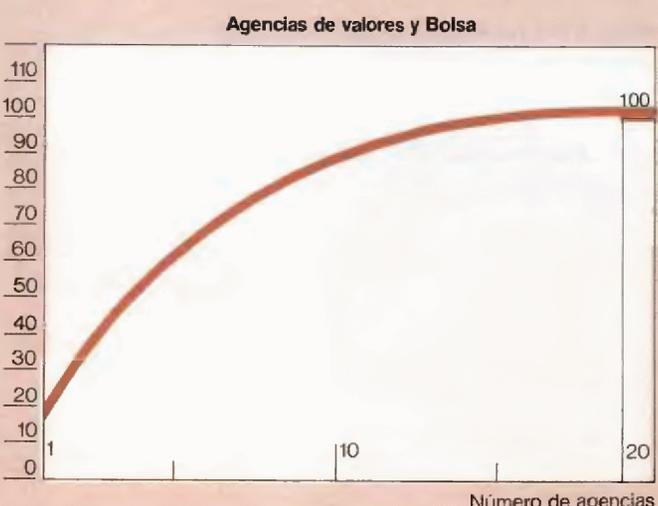
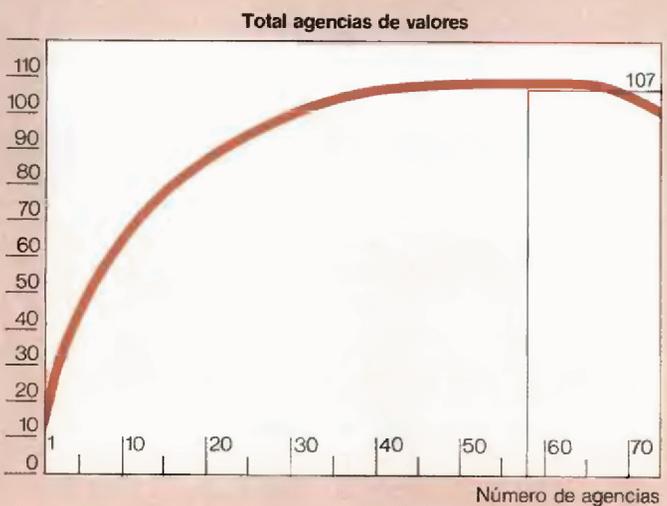
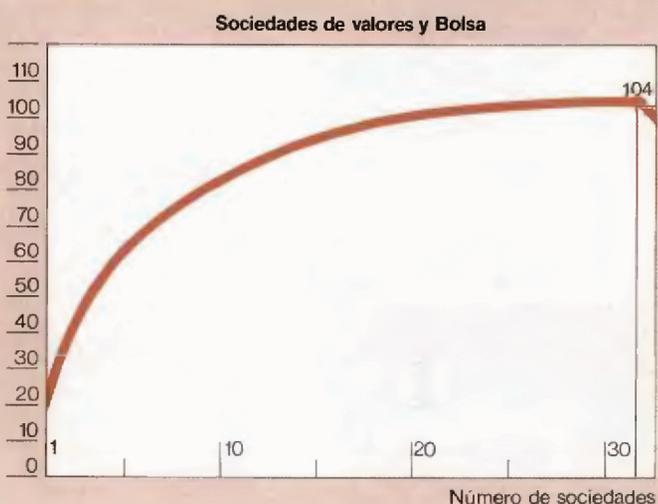
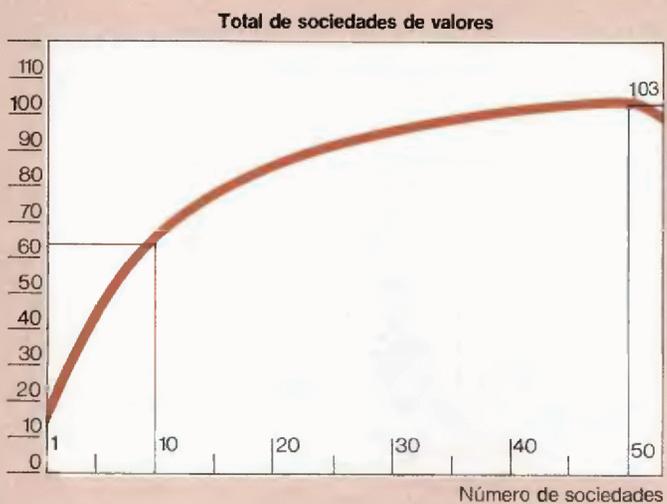
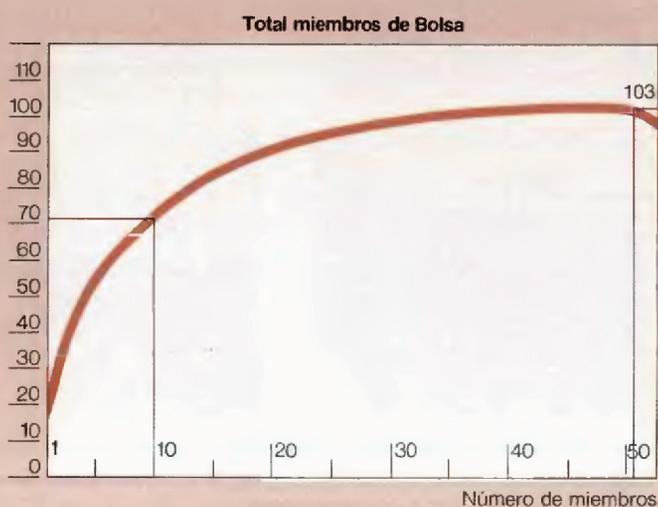


GRAFICO 10
PARTICIPACION EN RESULTADOS
Primer trimestre 1991
(En porcentaje acumulado de resultados)



Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

GRAFICO 11
BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS
(Entidades registradas)

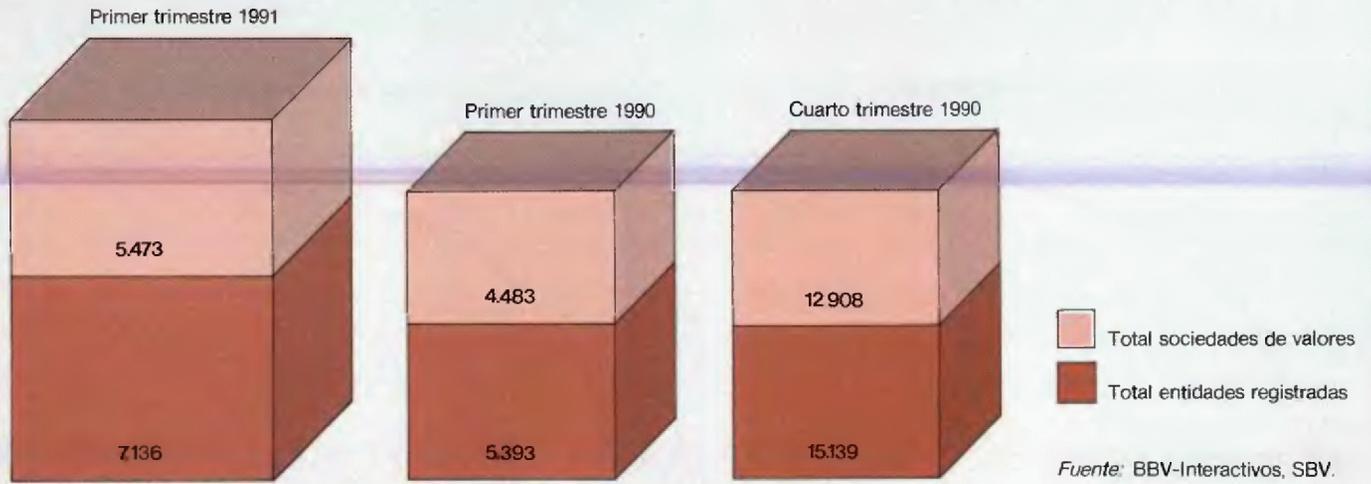


GRAFICO 12
BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS
(Miembros de Bolsa)

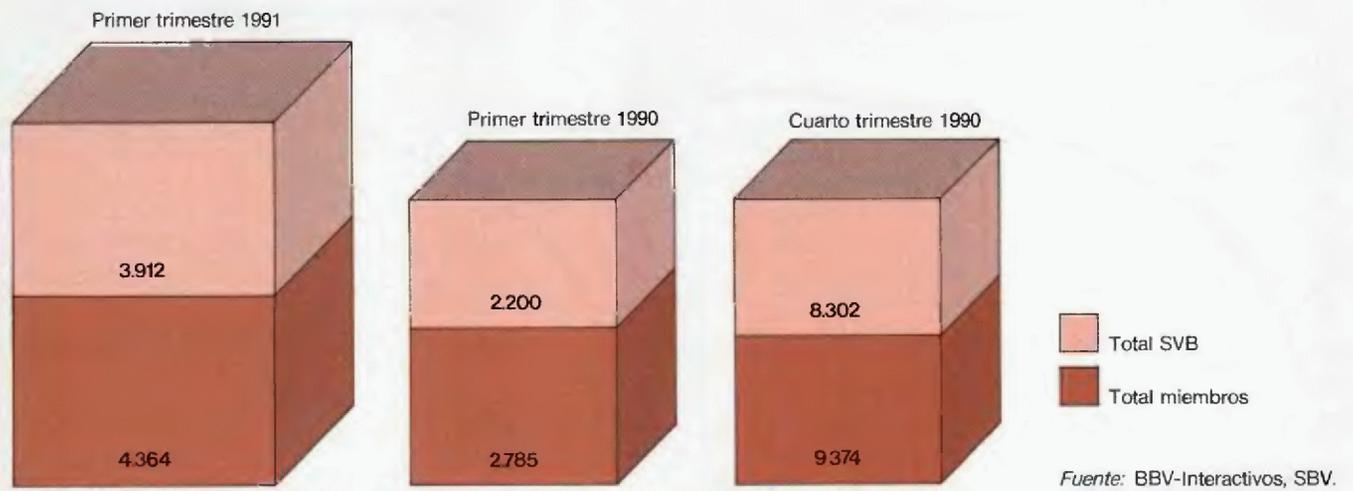
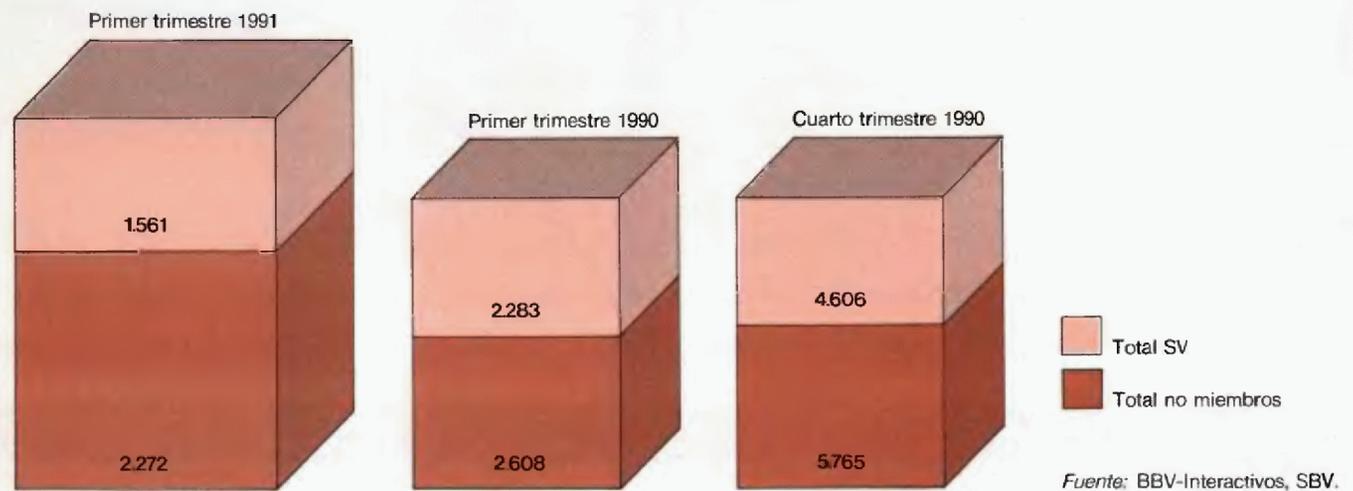


GRAFICO 13
BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTOS
(No miembros de Bolsa)



do, sin que sea ahora previsible adivinar cuál será la estructura resultante. La competencia foránea no producirá inicialmente cambios sustanciales, en mi opinión, y ello tanto porque contamos ya con un número no despreciable de entidades extranjeras asentadas en nuestro país como porque muchas preferirán dejar posarse el polvo de la batalla entre las nacionales antes de entrar ellas en liza directa.

6. El mercado a crédito y las opciones y futuros sobre renta variable

El Reglamento de las Bolsas, que data de junio de 1967, contemplaba la posibilidad de realizar operaciones a plazo y dobles. Sin embargo, esas operaciones nunca fueron autorizadas, implantándose a cambio, en abril de 1981, las llamadas operaciones de crédito al comprador y al vendedor en operaciones bursátiles al contado. Esta modalidad consiste, como es bien sabido, en adquirir una cantidad de títulos adelantando sólo una parte de su importe efectivo, y obteniendo un crédito por el resto de una sociedad de valores y bolsa; en contrapartida, el comprador se obliga a vender esos valores al cabo de un período de tiempo fijado de antemano, pero prorrogable, y a liquidar entonces su posición con la sociedad. Es decir, una venta a crédito implica la cesión temporal de títulos con el compromiso de compra al término del período fijado.

Esta operativa a crédito fue bastante usual antes de la reforma bursátil, llegando a suponer casi el 15 por 100 de la contratación en su período más álgido, y se centralizaba en la Junta Sindical de Agentes de Cambio y Bolsa,

que prestaba dinero y títulos para perfeccionar esas operaciones. Con la LMV, se abrió un paréntesis en el cual las dudas sobre la viabilidad jurídica y el encaje fiscal se tradujeron en la completa ausencia de este tipo de operaciones.

Se ha hablado mucho recientemente sobre la necesidad de contar con operaciones de crédito como un medio adecuado para permitir la cobertura de posiciones, pensándose que su ausencia contribuía a ampliar los ciclos bursátiles de nuestros mercados. Así, una circular de la rectora de Madrid, de diciembre de 1990, restableció de nuevo esta modalidad, cuyo éxito hasta ahora ha sido muy escaso, y lo más previsible es que sus volúmenes de contratación no aumenten en forma apreciable; prueba de ello es que únicamente una sociedad la practica.

Lo cierto es que la autorización para establecer un mercado de futuros y opciones constituirá el acta de defunción del mercado a crédito. En efecto, las opciones y los futuros sobre acciones o índices de acciones constituyen un instrumento más flexible y eficaz que el mercado a crédito, y permiten alcanzar una más amplia gama de objetivos: asegurar una rentabilidad determinada en función de la situación y perspectivas del mercado; operar con estos instrumentos como alternativa a actuar en el mercado al contado, limitar riesgos, protegerse frente a pérdidas, arbitrar, y otras varias que no menciono para no cansar al lector.

Existen hoy en día mercados de opciones y futuros sobre deuda pública, mercados que en los últimos meses de 1990 y primeros de 1991 han gozado de un crecimiento espectacular. Por

otro lado, se cuenta ya con dos índices de acciones, patrocinados precisamente por los dos mercados organizados: el de opciones (MOFEX) y el de futuros (MEFFSA).

Actualmente, el problema de cómo conciliar los dos proyectos parece haberse salvado mediante la fórmula de constituir una sociedad de cartera, que sería propietaria de las acciones tanto de MOFEX como de MEFFSA. En Barcelona, además de la sede social, se concentrarán los contratos de renta fija, y en Madrid, los de renta variable.

III. EL ACTA UNICA Y LA INTERNACIONALIZACION DE LOS MERCADOS

El Acta Unica, que entrará en vigor el 1 de enero de 1993, supone la completa eliminación de todas las restricciones a los movimientos de capital, y la plena libertad de instalación y oferta de servicios financieros en el área común de los doce países miembros. ¿Qué implica respecto a los mercados bursátiles nacionales ahora existentes?

La experiencia de la década de los ochenta enseña que el aumento de competencia ha supuesto un refuerzo a la posición de primacía de Londres como principal mercado bursátil europeo; pero, al mismo tiempo, un impulso a los grandes mercados continentales: París, Francfort, Amsterdam, Milán y Madrid, fundamentalmente. El hecho es que si se agrega la capitalización bursátil de todos los mercados de la Comunidad, éstos representarían, a 31 de mayo de 1991, el 65 por 100 de la capitalización bursátil de las bolsas americanas y el 76 por 100 de las japonesas.

Resulta, pues, evidente que la idea de un mercado único europeo presenta enormes atractivos. Se contaría con unas reservas inmensas de liquidez, capaces de atraer no sólo a los grandes emisores —fundamentalmente, las multinacionales europeas—, sino también a los inversores, para quienes resultaría más fácil comprar y vender en cualquier momento, y a los propios intermediarios, que conseguirían hacer más negocio en un mercado más líquido.

Pero contar con un mercado único europeo supone, primero, ponerse de acuerdo respecto a la estructura que tal mercado debería adoptar, y segundo, resolver profundas diferencias relativas a las normas de funcionamiento y al marco legal vigente para quienes actúan en dicho mercado. Conviene, por lo tanto, repasar, siquiera sea someramente, cuál es la situación actual en esos dos frentes, y cuáles las perspectivas de solución.

Actualmente, existen dos modelos teóricos de mercado bursátil único, que parten de dos concepciones muy diferentes. El primero de ellos, apoyado por la Bolsa de París, propone la existencia de una lista de acciones —la «Eurolista»— compuesta por las sociedades más importantes de los doce países comunitarios. La cotización, negociación, compensación y liquidación se haría a través de las bolsas nacionales ahora existentes y de acuerdo con sus respectivas normas. La idea tiene, en principio, la ventaja de favorecer los intereses de las bolsas locales y de sus mediadores, y de permitir al inversor actuar en un contexto que le es familiar. Por el contrario, la propuesta apoyada por Londres constituye una generalización del sistema SIAQI —del mercado de

acciones no-británicas dirigido por la Bolsa de Londres—, y supondría el funcionamiento de un mercado electrónico apoyado en la actuación sin fronteras de grandes intermediarios especializados.

Ambos sistemas presentan ventajas e inconvenientes. La propuesta de la Eurolista parece ser más contemporizadora con los mercados existentes y permitiría a los más pequeños, o menos desarrollados técnicamente, sobrevivir en principio; además, es más afín a las prácticas de los pequeños inversores. Pero es posible que tras esa apariencia se esconda la competencia, como consecuencia de la cual los valores punteros de los mercados más débiles emigrarán a negociarse en aquellos mercados más líquidos, más tecnificados, con plazos de liquidación más cortos; en una palabra, más baratos. El sistema por el que aboga la Bolsa de Londres, que recuerda, de una u otra forma, a los euromercados para instrumentos de renta fija, plantea de cara la competencia entre unos intermediarios fuertemente capitalizados, y se adecua a las exigencias de los grandes inversores institucionales, dejando a los mercados locales menos competitivos relegados a la consideración de «segundos mercados».

La definición de la mejor estructura posible para el futuro mercado bursátil europeo va íntimamente unida a la clarificación de estas tres cuestiones básicas, ligadas a la prestación de servicios financieros:

- ¿Debe limitarse la contratación de valores a los mercados organizados —las actuales bolsas— y contar con reglas claras y terminantes que protejan al inversor, o éste debe tener la liber-

tad de operar en mercados organizados no-bursátiles?

- Si se acepta la segunda alternativa, ¿con qué grado de detalle y con cuánta rapidez deberían hacerse públicas las transacciones realizadas en esos mercados no-bursátiles?

- ¿Podrían los bancos operar directamente en los mercados bursátiles oficiales?

Como es fácil imaginar, tras tan «inocentes» cuestiones se ocultan visiones radicalmente opuestas sobre cómo deben funcionar los mercados y sobre qué intermediarios deben estar autorizados a operar en ellos.

Las posiciones son, por tanto, muy encontradas, si bien en los últimos tiempos comienza a atisbarse un principio de solución para alguna de ellas.

Resulta difícil oponerse al principio básico de libre competencia que ha guiado a la Comunidad en otros sectores; por ejemplo, en el bancario. Ello se reflejará en la posibilidad de acceso de los inversores a la negociación en los mercados no-bursátiles, siempre que dieran su aprobación a ello, y simultáneamente a que los bancos pudieran operar directamente en los mercados de valores. Tan salomónica solución permitiría el mantenimiento de dos modelos bursátiles perfectamente válidos.

La segunda cuestión, que hace referencia a la transparencia en los mercados —mayor en los oficiales que en los no-bursátiles—, puede zanjarse con un acuerdo respecto al grado de detalle de la información ofrecida por los mercados extra-bursátiles —o mercados OTC, en la jerga anglosajona— y, de forma muy especial, a la rapidez con la cual el público en general accede a la

misma. Se trata, en definitiva, de evitar la información privilegiada y de facilitar la tarea de las autoridades supervisoras; pero, una vez más, tras tan lógicas y respetables premisas se ocultan peligros para algunos mercados OTC, hoy en día bien asentados y con grandes perspectivas futuras.

El acceso directo de los bancos a los mercados oficiales nos remite, de nuevo, a la cuestión de libre competencia, pues ciertos países miembros desean preservar a los miembros de sus bolsas de una competencia directa que quizá pudiera arruinarles.

Este es, en forma muy resumida, el estado de la cuestión. Existe un peligro muy claro: que, de no llegarse pronto a un acuerdo, resultaría imposible aprobar la directiva correspondiente este año y, por ende, iniciar el año 1993 bajo el principio de libre establecimiento y libre prestación de servicios financieros de inversión.

IV. CONCLUSIONES

La Bolsa española ocupa una posición modesta en el mercado bursátil mundial, si bien representa un porcentaje del PIB similar al de otras economías más desarrolladas. Inmersa en un proceso constante de globalización, presenta, sin embargo, características propias tales como contar con un reducido número de empresas en ella cotizadas, casi la mitad de las cuales son entidades financieras; no gozar de la participación activa de los grandes inversores institucionales, que en otros mercados son operadores principales; así como presentar una estructura de la propiedad de las acciones poco favorecedora de la liquidez del mercado, con la sola excepción de la in-

versión extranjera, que en los últimos años se ha consolidado como un (si no el principal) motor de la contratación bursátil en los mercados españoles.

Inscrita en una economía extraordinariamente dinámica, con lo que esto tiene de bueno y de malo, la Bolsa española ha solido ser durante estos últimos años, y en opinión de sus analistas, un mercado barato, tanto en términos de comparación con la media de la Comunidad como con relación a la media mundial.

Pues bien, nuestro mercado pasa ahora por un proceso de reforma, impulsado tanto por los poderes públicos como por los propios protagonistas del mercado, cuya clave de bóveda es la Ley del Mercado de Valores, publicada en el mes de julio de 1988.

Desde entonces se han venido modificando y adaptando las múltiples piezas que componen un mercado bursátil eficiente. ¿Cómo juzgar cuándo es *eficiente* un mercado?, se preguntará el lector.

Pues bien, a riesgo de incurrir en simplificaciones, me atrevo a calificar como *eficiente* a un mercado cuando, habida cuenta de la información disponible en cada momento, sus mecanismos aseguren la ejecución de todas las operaciones a un precio cercano al inmediatamente anterior, con mínimos costes; y cuando, una vez ejecutada, la operación se compensa y liquida rápida y seguramente.

A tenor de esos criterios, ¿cómo podemos comparar la actual situación de nuestros mercados bursátiles?

Contamos con un sistema de contratación asistida por ordenador que ha permitido la cons-

titución de un mercado único razonablemente eficaz. Sus problemas derivan de una cierta vetustez de su diseño y de falta de capacidad para atender volúmenes de contratación que superen ciertos niveles. Los problemas son conocidos y pueden solventarse, con la colaboración de todas las partes implicadas, sin un coste excesivo. La puesta en marcha de un sistema de compensación y liquidación de valores es una pieza clave de la reforma del mercado. En ella se viene trabajando desde comienzos de 1989, y se está en los umbrales de su fase definitiva; de forma que en el segundo semestre de 1992 —o a principios de 1993, como muy tarde— contemos con mecanismos de compensación y liquidación comparables a los de los otros grandes mercados europeos, de tal manera que podamos competir con ellos en este aspecto del funcionamiento de lo que, dentro de pocos años, será un mercado integrado.

El último componente de este nuevo diseño del mercado bursátil lo constituyen los mecanismos de información. En poco tiempo, hemos pasado de no disponer, prácticamente, de un sistema de información pública digno de ese nombre a lo que, en mi modesta opinión, es un exceso de ofertas alternativas. Aventura, por tanto, que en un corto espacio de tiempo la competencia habrá reducido tal abundancia y dejado sólo a los más eficaces y baratos.

Los años 1992 y 1993 son dos fechas especialmente señaladas en el horizonte bursátil. El 1 de enero de 1992 entra en vigor el principio de libertad de comisiones. Su principal consecuencia, junto con el abaratamiento que ello acarreará para el inversor medio, será la reducción del número

de miembros de las bolsas. La segunda fecha sugiere la libertad de establecimiento y prestación de servicios por parte de entidades comunitarias. En mi opinión, la competencia foránea no producirá, en principio, cambios tan sustanciales como los que cabe esperar de las luchas desencadenadas por la libertad de comisiones a la que acabo de aludir.

La entrada en vigor del Acta Unica Europea, el 1 de enero de 1993, marcará formalmente el inicio del camino hacia un mercado europeo de valores. El logro no será ciertamente fácil, y no sólo por sus dificultades técnicas —la integración de servicios de contratación, de compensación y liquidación, de información y supervisión de los intermediarios no será, desde luego, sencilla—, sino también porque estará en juego la supervivencia de mercados, tradiciones, legislaciones e intereses que, durante períodos muy dilatados de tiempo, han formado parte consustancial de los sistemas financieros de los países miembros de la comunidad.

Por ello, resulta deseable, incluso me atrevería a decir que imprescindible, completar cuanto antes nuestra reforma bursátil, y ello significa establecer normas sobre cuestiones tan capitales como los nuevos mercados de productos derivados, la información privilegiada, las ofertas públicas de adquisición... para poder estar en 1993 en la línea de salida con unas mínimas garantías de éxito.

CUADRO N.º 1

DATOS BASICOS BOLSA DE MADRID

(1) AÑOS	(2) Sociedades admitidas a cotización total financiación	(3) Capital admitido a cotización m.m. ptas. nominales	(4) Capitalización bursátil m.m. ptas. nominales	(5) Contratación m.m. ptas. nominales	(6) (5)/(4) * 100
1980	496	222	1.349	55	12,5
1984	375	188	1.754	286	12,5
1985	334	166	1.887	493	16,4
1986	311	150	2.201	1.757	27,1
1987	327	151	2.466	3.696	47,7
1988	368	172	2.946	2.417	23,4
1989	417	214	3.545	3.817	28,5
1990	430 (a)	220	3.769	3.693 (b)	34,2

(a) Dos son sociedades extranjeras.

(b) 4.406 miles de millones si se consideran las cuatro bolsas.

Fuente: CNMV y Bolsa de Madrid.

CUADRO N.º 2

CAPITAL NOMINAL ADMITIDO A COTIZACION
(Miles de millones de pesetas)

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
1.349	1.447	1.532	1.627	1.754	1.887	2.201	2.466	2.946	3.545	3.769

Fuente: Bolsa de Madrid.

CUADRO N.º 3

DISTRIBUCION SECTORIAL DE LAS ACCIONES ADMITIDAS A COTIZACION EN LA BOLSA DE MADRID

	1984	1986	1987	1988	1989	1990
Bancos y sociedades financieras	19,6	14,1	44,2	39,5	41,2	64,5
Electricidad y comunicaciones	56,7	72,0	14,0	33,9	22,1	13,5
Construcción (inmobiliarias)	4,3	6,3	19,6	11,6	8,1	10,6
Resto sectores industriales	19,4	7,6	22,1	15,0	28,6	11,4
<i>Pro memoria</i>						
Admisiones totales en miles de millones de pesetas.	185,8	540,3	385,3	905,3	879,0	422,8

Fuente: Bolsa de Madrid.

CUADRO N.º 4

DISTRIBUCION SECTORIAL DE LAS TENENCIAS DE ACCIONES EN 1989

	Japón	EE.UU.	Alemania	Reino Unido	Italia
1. Bancos y cajas de ahorros	20,8	—	12,8	4,1	2,6
2. Otras instituciones financieras	30,0	6,1	5,1	10,8	1,5
3. Fondos de pensiones y compañías de seguros ...	20,0	25,9	4,6	46,9	1,3
4. Empresas no financieras y familias	27,5	62,5	52,8	29,9	94,6
5. Administraciones públicas	1,7	—	8,9	3,8	—
6. Extranjeros	n.d.	5,5	15,8	4,5	n.d.
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: OCDE.

CUADRO N.º 5

ACCIONES: COMPRAS NETAS POR SECTORES
(En porcentaje)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Instituciones financieras	10,2	16,1	20,7	31,3	6,9	3,9	1,8	-0,6	26,5	13,1
Administraciones públicas	3,7	5,7	2,3	4,4	11,7	6,3	3,3	0,3	10,4	2,7
Empresas y familias	59,0	45,4	51,0	32,5	45,8	53,2	32,0	36,0	2,5	-18,0
Sector exterior	27,1	32,8	26,0	31,8	35,6	36,6	62,9	64,3	60,6	102,2

Pro memoria:

Emisiones en m. m. pesetas	249,5	290,5	415,1	389,9	499,0	642,7	805,4	1.155,9	1.213,0	1.256,9
---------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	---------	---------	---------

Fuente: Banco de España.

CUADRO N.º 6

INVERSION EXTRANJERA EN LA BOLSA DE MADRID

AÑOS	Contratación extranjera total (a)	Porcentaje sobre volumen total	Saldo neto anual (b)	Saldo acumulado capital bursátil
1984	42	7	15	1,1
1985	126	12	53	2,6
1986	656	18	145	3,5
1987	1.947	24	64	3,4
1988	1.209	23	37	2,9
1989	1.327	16	244	4,1
1990	1.165	14	147	6,0

(a) Miles de millones de pesetas.

(b) Compras — ventas.

Fuente: Bolsa de Madrid.

CUADRO N.º 7

BOLSA DE MADRID 1990
(Contratación efectiva en millones de pesetas)
DISTRIBUCION SECTORIAL DE LA ACTIVIDAD DE EXTRANJEROS
(Renta variable)

	Volumen total Bolsa de Madrid	Extranjeros Compras	Extranjeros Ventas	Extranjeros Comp. + Ventas	Extranjeros Saldo neto	Extranjeros Sobre total porcentaje	Distrib. porcentual de la inversión extranjera
Bancos	945.597	109.908	102.918	212.826	6.990	11	18
Eléctricas	452.294	117.239	69.419	186.658	47.820	21	16
Alimentación	180.770	37.800	32.257	70.057	5.543	19	6
Construcción	1.026.182	176.029	132.070	308.099	43.959	15	27
Inversión mobiliaria	229.842	18.660	15.208	33.868	3.452	7	3
Químicas	332.988	61.166	53.582	114.748	7.584	17	10
Siderometalúrgicas	214.202	39.311	31.533	70.844	7.778	17	6
Comunicaciones	223.365	67.795	46.517	114.312	21.278	26	10
Varios	115.743	26.499	24.222	50.721	2.277	22	4
TOTAL 1990	3.720.983	654.407	507.726	1.162.133	146.681	16	100

Fuente: Bolsa de Madrid.

CUADRO N.º 8

FONDOS DE INVERSION MOBILIARIA

	1982	1985	1988	1989	1990
Número de entidades	23	30	146	171	206
Número de participes (miles)	120,0	286,0	518,5	446,7	375,2
Patrimonio (en miles de millones de pesetas)	22,2	154,9	547,4	540,6	542,8
Participación media (en millones de pesetas)	0,2	0,5	1,1	1,2	1,4
Acciones nacionales (en porcentaje del patrimonio) ..	—	—	11,7	11,9	8,9

Fuente: Banco de España y CNMV.

CUADRO N.º 9

EVOLUCION DE LAS BOLSAS INTERNACIONALES EN 1990 Y 1991

	29/12/89	1/8/90	Porcentaje de variación sobre diciembre 89	28/12/90	Porcentaje de variación sobre diciembre 89	14/6/91	Porcentaje de variación sobre diciembre 90
Tokio	38.916,00	30.838,00	-21	23.849,00	-39	25.094,89	5
Nueva York	2.753,00	2.899,00	5	2.634,00	-4	3.000,00	14
Londres	2.434,00	2.326,00	-4	2.144,00	-12	2.522,00	18
Francfort	2.190,00	2.331,00	6	1.701,00	-22	1.700,00	0
París	2.108,00	1.966,00	-7	1.518,00	-28	1.858,17	22
Madrid	296,60	299,94	1	223,25	-25	284,00	27

Fuente: BBV Interactivos.

CUADRO N.º 10

COMPARACIONES INTERNACIONALES
 (Precios a 31 de mayo de 1991)

	P/E	P/CF	P/VC	Renta Div.	Crecimiento beneficio por acción (1990-1991)
EE.UU.	18,4	8,8	2,18	3,1	- 1,4
Japón	37,0	11,7	2,81	0,7	2,3
Reino Unido	13,7	8,1	1,87	5,2	0
Francia	12,4	5,7	1,57	3,4	4,1
Alemania	16,3	5,2	2,04	3,3	0
Suiza	17,0	5,1	1,52	2,3	6,6
Italia	16,2	3,2	1,33	3,1	- 15,1
España	11,6	4,7	1,18	4,4	9,1

Fuente: Morgan Stanley.

CUADRO N.º 11

COMPARACIONES BOLSA ESPAÑOLA CON BOLSA MEDIA CEE Y MEDIA MUNDO

	España	Media CEE	Diferencia España/CEE	Media mundo	Diferencia España/mundo
P/VC	1,18	1,68	- 29,8	2,09	- 43,6
P/CF	4,7	6,5	- 27,7	8,40	- 44,0
Per.	11,6	14,7	- 21,1	20,1	- 42,3
Yield (porcentaje)	4,4	4,0	10,0	2,7	63,0

Fuente: Morgan Stanley (junio 1991).

CUADRO N.º 12

COMPARACIONES INTERNACIONALES HISTORICAS EN BASE A P/E. MEDIA
 (Precios a 2 de abril de 1991)

	1979-1983	1984-1988	1991 (*)
EE.UU.	9,3	12,7	18,5
Japón	20,2	41,1	42,9
Reino Unido	9,7	14,1	13,2
Francia	11,2	14,4	11,7
Alemania	10,2	14,2	12,0
Suiza	12,0	13,9	13,5
Italia	—	18,6	13,1
España	10,5	13,3	11,1

(*) Beneficio a 31 de marzo de 1991.

Fuente: Morgan Stanley/Goldman Sachs.

CUADRO N.º 13

CAPITALIZACION BURSATIL VS. VALOR DEUDA ATENDIBLE

	Precio/ flujo de caja	Tipo preferencial	Precio/ deuda atendible (porcentaje)
Reino Unido	7,6	13,50	103
Alemania	4,3	10,50	45
Francia	5,3	10,15	54
Italia	2,7	13,50	36
Suiza	7,7	11,13	86
Holanda	6,5	11,00	72
España	4,7	16,50	78
Suecia	7,3	13,00	95
EE.UU.	8,4	9,00	76
Japón	11,8	8,25	97

Fuentes: Morgan Stanley (abril 1991); P/CF a 28 de marzo de 1991. *The Economist*: Prime Rate a 2 de abril de 1991.

CUADRO N.º 14

**CONTRATACION DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS: IMPORTANCIA RELATIVA
(Miles de millones de pesetas y porcentajes)**

	1982	1984	1986	1988	1989		1990	
					Contratación efectiva	Porcentaje bolsas	Contratación efectiva	Porcentaje bolsas
Madrid	68,9	65,0	79,0	74,6	4.022	80,3	4.111	82,6
Barcelona	15,5	22,7	13,3	16,8	551	11,0	536	10,8
Bilbao	9,7	8,1	4,7	6,8	339	6,8	251	5,0
Valencia	5,9	4,1	3,0	3,8	97	1,9	81	1,6
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	5.009	100,0	4.979	100,0

Fuente: Banco de España y CNMV.

CUADRO N.º 15

RESULTADOS DE LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS

	MADRID		BARCELONA	
	1990	1989	1990	1989
1. INGRESOS ORDINARIOS	6.272	2.344	1.488	411
1.1. Ingresos financieros	1.922	977	194	65
1.2. Otros beneficios (resultados recompra y diferencias cambio)	248	81	26	—
1.3. Prestación de servicios	3.825	1.157	1.052	307
1.4. Ventas	130	51	22	16
1.5. Arrendamientos	147	58	—	—
1.6. Otros ingresos			194 (a)	23
2. COSTES ORDINARIOS				
2.1. Gastos financieros	35	—	29	5
3. MARGEN ORDINARIO	6.237	2.344	1.459	406
4. GASTOS EXPLOTACION	4.919	1.355	928	313
4.1. Personal	2.618	524	581	195
4.2. Generales	2.301	831	347	118
5. MARGEN DE EXPLOTACION	1.318	989	531	93
6. AMORTIZACIONES Y OTRAS DOTACIONES	580	820	528	90
7. OTRAS PERDIDAS Y GANANCIAS	(223)	—	—	—
8. RESULTADO ANTES DE IMPUESTO	515	169	3	3
9. IMPUESTO DE SOCIEDADES	172	56	—	1
10. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTO	343	113	3	2

(a) Incluye 150 millones de subvención de explotación concedida por la Generalidad de Cataluña.

CUADRO N.º 15 (conclusión)

RESULTADOS DE LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS

	BILBAO		VALENCIA	
	1990	1989	1990	1989
1. INGRESOS ORDINARIOS	804	158	391	75
1.1. Ingresos financieros	128	63	14	18
1.2. Otros beneficios (resultados recompra y diferencias cambio)	—	—	1	3
1.3. Prestación de servicios	635	80	352	45
1.4. Ventas	26	6	19	6
1.5. Arrendamientos	—	—	—	—
1.6. Otros ingresos	15	9	5	3
2. COSTES ORDINARIOS				
2.1. Gastos financieros	4	1	55	2
3. MARGEN ORDINARIO	800	157	336	71
4. GASTOS DE EXPLOTACION	677	146	297	68
4.1. Personal	276	70	192	42
4.2. Generales	401	76	105	26
5. MARGEN DE EXPLOTACION	123	11	39	3
6. AMORTIZACIONES Y OTRAS DOTACIONES	84 (b)	22 (b)	37	4
7. OTRAS PERDIDAS Y GANANCIAS	81 (c)	20 (c)	—	—
8. RESULTADO ANTES DE IMPUESTO	120	9	2	1
9. IMPUESTO DE SOCIEDADES	14	3	—	—
10. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTO	106	6	2	1

(b) Incluye 36 y 6 millones de pesetas, respectivamente, correspondientes a «Contribuciones e impuestos» (cuota del IVA).

(c) Subvención de capital, recibida del gobierno vasco, para adquisición de equipos y aplicaciones del sistema de interconexión bursátil.

CUADRO N.º 16

DATOS BASICOS ENTIDADES DE VALORES

	Empleados a:			Margen de Cobertura R.P./Coef. Solvencia			Rentabilidad s/F.P.		
	31-3-90	31-12-91	31-3-91	31-3-90(*)/31-12-91/31-3-91 (miles de millones)			31-3-90(**)/31-12-91/31-3-91 (Porcentaje)		
S.V.B.	1.801	1.709	1.591	23,5	28,9	27,4	24,9	22,0	36,8
A.V.B.	431	440	429	2,7	3,1	3,9	61,3	28,5	35,0
Total miembros Bolsa	2.232	2.149	2.020	26,2	32,0	31,3	28,5	22,6	36,6
S.V.	429	467	509	14,4	17,9	19,3	53,9	23,3	24,5
A.V.	366	736	1.018	5,3	8,8	10,7	28,5	12,1	40,1
Total no miembros Bolsa	795	1.203	1.527	19,7	26,7	30,0	45,2	19,6	29,5
TOTAL GENERAL	3.027	3.352	3.547	45,9	58,7	61,3	34,7	21,4	33,5

(*) A 31-12-89 las cifras eran las siguientes: 21,5; 2,5; 24,0; 12,1; 3,1; 15,2 y 39,2 miles de millones de pesetas.
 (**) A 31-12-89 las cifras eran las siguientes: S.V.B., 39,5; A.V.B., 70,0; total miembros de la Bolsa, 51,3 por 100.
 Fuente: CNMV.

CUADRO N.º 17

RENTABILIDAD SOBRE FONDOS PROPIOS

	A 31 DE ABRIL DE 1990				A 31 DE DICIEMBRE DE 1990				A 31 DE MARZO DE 1991			
	<15%	≥15	y ≤75	>76 (*)	<15%	≥15	y ≤75	>76 (*)	<15%	≥15	y ≤75	>76 (*)
S.V.B.	20	11	4	4	23	8	4	4	14	15	4	4
A.V.B.	9	9	4	4	8	12	2	2	6	12	2	2
Total miembros Bolsa	29	20	8	8	31	20	6	6	20	27	6	6
S.V.	9	6	2	2	10	8	1	1	12	6	2	2
A.V.	22	5	4	4	37	9	2	2	30	18	6	6
Total no miembros Bolsa	31	11	6	6	47	17	3	3	42	24	8	8
TOTAL	60	31	14	14	78	37	9	9	62	51	14	14

(*) Número de sociedades.
 Fuente: CNMV.