

LOS INTERMEDIARIOS BURSÁTILES. SITUACION ACTUAL Y PROBLEMAS FUTUROS

En el presente artículo, **Raimundo Ortega** estudia la trayectoria de los intermediarios bursátiles españoles, sus problemas actuales y sus perspectivas a medio plazo. El autor cree que la Ley del Mercado de Valores, al sustituir la figura del mediador individual colegiado por sociedades anónimas especializadas, situó a nuestro mercado en el mismo plano que las grandes bolsas mundiales, pero mantiene que la reforma propugnada en la Ley pecó de exceso de prudencia en dos aspectos: imponer la presencia de los antiguos agentes en el capital social de los nuevos intermediarios bursátiles e impedir la libertad de comisiones durante un período excesivamente largo. De ello ha resultado una excesiva proliferación de entidades y una dependencia muy perjudicial de sus ingresos respecto a las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes. La conclusión del trabajo es que el futuro del sector bursátil español dependerá del acierto con el que enfrente cuatro problemas capitales: la sustitución del enfoque de negocio hasta ahora adoptado por otro más acorde con las perspectivas de un mercado integrado con los del resto de la Europa comunitaria, y con Nueva York y Tokio; la conveniencia o no de complementar el actual mercado de órdenes con un mercado de precios a cargo de creadores de mercado; la posibilidad de estudiar si los costes ligados a ciertas funciones de las autoridades reguladoras pueden reducirse, y por último, la capacidad de generar fondos propios para operar en un marco legal definido por la futura directiva europea sobre fondos propios, más exigente que el actualmente vigente en España.

I. INTRODUCCION

LA Ley del Mercado de Valores, de julio de 1988, sustituyó la figura del mediador individual colegiado por sociedades anónimas con un objeto social especializado. Las nuevas entidades financieras —las sociedades y agencias de valores— eran la respuesta española a lo

que el texto legal describía como «... la práctica de todos los mercados de valores desarrollados extranjeros...» y respondía al propósito de «... asegurar la solvencia financiera de quienes desarrollan actividades que encierran importantes riesgos potenciales».

Se cerraba así un dilatado ciclo histórico a lo largo del cual, sobre el transcurso de una confusión

entre tareas de pura mediación entre comerciantes y actuación como garantes de la fe pública, el desarrollo de los mercados y las actividades financieras habían ido acentuando una de esas dos facetas en detrimento de la otra. La descripción de ese largo recorrido histórico y el examen de los antecedentes inmediatos de la reforma emprendida por la Ley de julio de 1988 constituyen el objeto del segundo apartado de este trabajo.

Transcurridos algo más de tres años desde la aparición de los nuevos intermediarios bursátiles, se cuenta con una base inicial para enjuiciar la evolución del sector en este período de tiempo y su situación actual. Y si bien el diagnóstico inicial es el de una estabilidad conjugada con una saneada situación empresarial, un estudio más detenido de las cifras y tendencias revela la existencia de claros desequilibrios y anuncia problemas más o menos inminentes. Ese estudio y las cifras en que se basa están recogidos en el apartado tercero.

Las tensiones que han comenzado a revelarse en los últimos meses, y que se acentúan conforme avanza un año caracterizado por la libertad de comisiones en el mercado de renta variable y por la reducción del negocio contratado en él, agrietan, por así decirlo, la imagen de saneada tranquilidad a la cual antes se hacía referencia, al tiempo que ponen de relieve las deficiencias de un sector que, a pesar del deseo de radical transformación mostrado por el legislador en 1988, acaso se haya separado menos del patrón anterior de lo que todo el mundo pensaba. Esas perspectivas son tema de discusión en el apartado cuarto.

El trabajo se cierra con un apar-

tado de conclusiones, el quinto, cuya pretensión es resaltar los cambios efectuados y señalar los problemas más relevantes con los que el sector se encuentra ya, pero, sobre todo, con los que deberá enfrentarse en el futuro inmediato, comenzando por el reto del mercado único europeo.

II. LA FIGURA DEL AGENTE MEDIADOR: ANTECEDENTES Y REFORMAS

La larga historia del agente mediador ha ido ligada en España al desempeño de dos funciones típicas: la privada, consistente en facilitar los contactos comerciales, y la oficial, destinada a garantizar el cumplimiento de lo pactado dando fe de ello.

La evolución del agente mediador discurre paralela al desarrollo del comercio y las finanzas, y en España sus primeras regulaciones escritas se remontan a las *Partidas* de Alfonso X (1252-1284) y a las *Ordenanzas de los Corredores de Lonja y Oreja*, promulgadas en Barcelona en 1271. Cuatro rasgos aparecen ya entonces que se conservarán con el paso de los siglos: *a)* ejercer el oficio con arreglo a la legalidad, verdad y sigilo; *b)* no ser comerciante ni comerciar por cuenta propia; *c)* no asociarse ilícitamente; *d)* prestar fianza para el ejercicio de la profesión. A lo largo de los siglos XV y XVI, con el afianzamiento de las primeras instituciones financieras en la Europa Occidental, comienzan a marcarse nitidamente dos características del agente mediador: la existencia de un *numerus clausus* para la admisión a la profesión, organizada en colegios, y el carácter privilegiado de ésta, como consecuencia de la dación

de la fe pública. Las *Ordenanzas* de Bilbao, de 1459, y la de Barcelona, de 1501, son testigos de ello.

A partir de las *Ordenanzas* de Zaragoza, de 1729, y de Bilbao, ocho años después, se explicita algo que ya se había manifestado anteriormente; a saber, la prohibición de comprar y vender sin intervención y asistencia de los corredores. La cuestión reside en delimitar el ámbito espacial al cual se aplica esa prohibición: inicialmente referido a la ciudad, va restringiéndose poco a poco a un espacio físico reservado a las operaciones mercantiles: la Lonja.

El 14 de octubre de 1809 se crea en Madrid una Bolsa destinada a facilitar «la mayor actividad de las operaciones y la constante manutención de la buena fe». Según el artículo 1.º del Reglamento de la Bolsa, publicado en julio de 1810, su administración está encomendada a un Síndico y cuatro adjuntos, elegidos por los corredores de cambio, con asistencia del Presidente del Tribunal de Comercio. Se establecen entonces los días hábiles y los horarios de contratación, así como el privilegio de los corredores de intervenir en todas las contrataciones bursátiles, declarando nulos y sin efecto los tratos hechos sin intervención de estas personas, a quienes se atribuye el carácter de fedatario público.

El Código de Comercio de 1829 reafirma los rasgos de los agentes mediadores oficiales y subraya la especialidad de esta profesión al prohibirles ser comerciantes.

Al crearse la nueva Bolsa de Madrid, en septiembre de 1831, aparece una nueva figura —el agente de Bolsa—, dedicada a la

intermediación en las operaciones bursátiles. Comienza así una situación, fuente de no pocos conflictos posteriores, caracterizada por la actuación conjunta en la mediación mercantil y en la dación de la fe pública tanto de los corredores como de los recién creados agentes de Bolsa.

Los decretos de noviembre de 1868 y de enero de 1869 se caracterizaron por un talante eminentemente liberalizador. El primero de ellos liberalizaba el ejercicio de la profesión de agentes de Bolsa y corredores de comercio, si bien conservaba como característica de la actividad de estos colegiados el que su intervención dará «valor en juicio a los documentos que extienden». En cuanto a la segunda de esas normas, destacaba en ella el que liberalizó la creación de bolsas, si bien ninguna plaza solicitó entonces la creación de una Bolsa oficial. En todo caso, los aires liberales desaparecieron pronto, pues el Decreto de 10 de junio de 1874 los declaró en suspenso.

El Código de Comercio de 1885, actualmente vigente, constituye el siguiente y, para los propósitos de esta exposición, básico hito en la historia de los agentes mediadores. El texto se inclina por una orientación mixta, distinguiendo entre la profesión de agente mediador —que facilita la contratación mercantil al poner en contacto a compradores y vendedores—, que al constituir parte del comercio mismo no admite restricción o monopolio alguno, y el oficio público destinado a dar autenticidad a los contratos celebrados entre comerciantes, que supone, por ende, una verdadera función del Estado. Sin embargo, y como se ha puesto reiteradamente de manifiesto, el Código, al regular lo que califica de agentes mediadores del co-

mercio, incurre en ciertas imprecisiones, pues éstos no eran agentes —ya que actuaban en nombre propio— ni eran simples mediadores del comercio. En todo caso, eran depositarios de la fe pública mercantil en cuanto herederos de las prerrogativas concedidas históricamente a las corporaciones de mediadores, aun cuando ello casara mal con la figura de un comisionista obligado a defender los intereses de su comitente respecto a los de la otra parte contratante.

Los numerosos problemas que jalonaron la existencia de la Bolsa de Madrid fueron terreno abonado sobre el cual se agudizaron los conflictos entre los dos cuerpos de mediadores existentes. El resultado fue la Ley de 27 de diciembre de 1910. En su artículo 1.º, se determinó que, en lo sucesivo, no se realizarían nuevos nombramientos de corredores de comercio para las plazas en que, por existir Bolsa Oficial de Comercio, estuviesen establecidos agentes colegiados de cambio, pues éstos asumirían las facultades de aquéllos. Se eliminaba así la competencia de los corredores de comercio en las plazas bursátiles, atribuyéndose, por razón del lugar, a los agentes las operaciones formalizadas en dichas plazas.

Todas esas circunstancias apuntaban a una realidad: la figura del agente de cambio y Bolsa no se adecuaba a la evolución experimentada por el mercado bursátil. En efecto, y como ya había sucedido con anterioridad, la función de fedatario público había perdido importancia relativa respecto a la de intermediario. El agente individual, que disfrutaba de una situación de monopolio por su pertenencia a una estructura colegiada, estaba cada día más lejos de poseer

tanto la estructura tecnológica y administrativa como los recursos financieros precisos para cumplir las tareas que unos mercados crecientemente sofisticados e integrados demandaban, y de asumir los riesgos implícitos en una operatoria cada vez más voluminosa y exigente.

La situación que se acaba de describir estaba adornada en España, aun cuando no sólo en nuestro país, por un rasgo que no deja de ser curioso hoy en día, cuando tanto se habla de la *bancarización* de la Bolsa; y es que, dada la importancia indiscutible de los bancos y cajas de ahorros en los procesos de canalización de órdenes bursátiles de compra-venta, estas entidades gozaron siempre de la facultad de decidir a través de qué agente o agentes concentrarían tales operaciones. Ignorar que este proceso proporcionaba a las instituciones bancarias una gran influencia sobre la actuación de los agentes de cambio y Bolsa era, y es, negar la realidad.

El colofón de esa situación residía en la débil estructura supervisora existente. El Ministerio de Hacienda, a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, tenía a su cargo los aspectos públicos de la supervisión, mientras que los colegios se encargaban de la vigilancia de los aspectos profesionales y deontológicos de los agentes. Al Consejo Superior de Bolsas, compuesto por representantes de la Administración y de los propios colegios, se le encomendaban tareas consultivas y de coordinación del mercado; de hecho, era un palmario ejemplo de ineficacia.

No se puede negar, a fuer de sinceros, que las deficiencias del modelo de mercado bursátil re-

sultasen familiares tanto a la Administración como a las entidades financieras —algunas de las cuales supieron captar las oportunidades que brindaban las deficiencias estructurales y operativas de las bolsas españolas—, e incluso a más de uno de los propios agentes de cambio y Bolsa; pero, aun así, el camino de la reforma se recorrió muy lentamente.

En abril de 1978, la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores, creada por el primer gobierno democrático de la Monarquía, emitió un informe entre cuyas recomendaciones se encontraba la de impulsar la paulatina sustitución de la figura del agente de cambio y Bolsa individual por fórmulas asociativas. Pero, como se indicó antes, las profundas transformaciones que los mercados bursátiles habían comenzado a experimentar a mediados de la década de los setenta no acababan de arraigar en nuestro suelo.

La Comisión antes citada afirmaba que creía conveniente potenciar a los agentes mediadores, «... autorizándoles a desarrollar nuevas funciones y ampliando sus posibilidades de asociación, entre ellos y con terceros», añadiendo que «... la creación de este nuevo marco legal no debe impedir que aquellas otras instituciones que interviniesen en el mercado puedan también contribuir al mayor desarrollo del mismo».

En agosto de 1975, el Decreto 2.424 había autorizado la cooperación profesional entre agentes, y la O.M. de 6 de mayo de 1977 la desarrolló, si bien de forma restrictiva: sólo podían asociarse agentes de una misma Bolsa, se precisaba autorización previa de la Junta Sindical y los objetivos

de la asociación debían ser muy limitados. El siguiente paso lo dieron el Real Decreto 1.455/1982 y la O.M. de 31 de julio de ese mismo año, que autorizaban la creación de sociedades profesionales formadas por agentes mediadores colegiados —o sea, agentes de cambio y Bolsa y corredores de comercio. Curiosamente, la Orden citada afirmaba que «... una vez superada la primera fase experimental, puede el Gobierno acordar que las referidas sociedades no estén constituidas exclusivamente por Agentes Mediadores Colegiados». Esa posibilidad no se convirtió en realidad hasta la implantación de la Ley del Mercado de Valores, nueve años después; en el camino quedó un anteproyecto de ley del mercado de valores, preparado por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera a comienzos de 1985, que llegó a discutirse en el Consejo Superior de Bolsas.

En él se mantenía la figura del agente de cambio y Bolsa como fedatario público exclusivamente, creándose la figura de las sociedades del mercado de valores, constituidas por agentes y cualesquiera otras personas físicas y jurídicas. También fracasó este intento reformador; pocos meses después se producía el *Big Bang*

en la Bolsa de Londres y empezaban a soplar los vientos glaciales de la competencia internacional. Los cambios en España no podían demorarse ya mucho.

La reforma era, por ende, inevitable, tanto porque así lo demandaban un número creciente de protagonistas del propio mercado bursátil como porque éste sintió la amenaza de perder cuotas crecientes de negocio en favor de mercados extranjeros que se habían adelantado en el empeño de modernizar sus estructuras, empezando por los propios agentes mediadores.

Y fue la Ley del Mercado de Valores, de julio de 1988, la encargada de llevar a cabo la reforma. Según manifiesta la exposición de motivos de la Ley, en su apartado 12, se buscaba «asegurar la solvencia financiera de quienes desarrollan actividades que encierran importantes riesgos potenciales», para lo cual se «... prescinde de la figura del agente mediador individual, sustituyéndolo por unas entidades financieras especializadas, las Sociedades y Agencias de valores, que se conciben en esta Ley como sociedades anónimas». Se aceptó en el texto legal la posibilidad de actuar por cuenta propia y de terceros —cosa que sólo pueden hacer las sociedades,

pero no las agencias—, al tiempo que se acababa con el *numerus clausus*, sustituyéndolo por la adquisición de la concesión de accionistas de las sociedades rectoras, lo cual abría la posibilidad de ser miembro de más de una Bolsa. Esa cualidad de miembro de una Bolsa cobraba una relevancia nueva, por cuanto, suprimida la obligatoriedad de la fe pública, se reservó a las sociedades y agencias de valores miembros de una o varias bolsas la mediación en la contratación bursátil.

El modelo incorporado en la Ley de julio de 1988 se ha revelado, seguramente en contra de los deseos de sus redactores, demasiado tributario del pasado. Más adelante intentaré argumentar en detalle esta afirmación, que a algunos pueda sonar paradójica.

III. LA SITUACION ACTUAL

El número de sociedades y agencias de valores miembros de las bolsas se ha mantenido prácticamente constante desde el inicio de la reforma hasta finales de 1992: 55 entidades en total, de las cuales, las sociedades han oscilado entre un mínimo de 34 a finales de 1991 y un máximo

CUADRO N.º 1

EVOLUCION DEL NUMERO DE MIEMBROS DE LAS BOLSAS

	Julio 1989	Diciembre 1989	Diciembre 1990	Diciembre 1991	Diciembre 1992
SVB	—	35	35	34	35
AVB	—	20	20	19	19
Agentes de Cambio y Bolsa	144	2	2	1	1
TOTAL	144	57	57	54	55

Fuente: CNMV.

CUADRO N.º 2

SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES Y BOLSA AGRUPADAS SEGUN SU ACCIONARIADO

	DICIEMBRE 1989			DICIEMBRE 1990			DICIEMBRE 1991			JUNIO 1992		
	Entidades financieras nacionales	Entidades extranjeras	Resto entidades	Entidades financieras nacionales	Entidades extranjeras	Resto entidades	Entidades financieras nacionales	Entidades extranjeras	Resto entidades	Entidades financieras nacionales	Entidades extranjeras	Resto entidades
SVB	15	4	16	18	7	10	16	8	10	18	10	9
AVB (*)	0	0	20	0	0	20	0	0	19	0	0	21

(*) Las AVB incluyen a los agentes individuales.
Fuente: CNMV.

CUADRO N.º 3

NUMERO DE EMPLEADOS

	1989	1990				1991				1992	
	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Diciembre
SVB	1.742	1.801	1.807	1.776	1.709	1.591	1.676	1.669	1.615	1.556	1.560
AVB	409	431	446	450	440	429	428	407	412	403	283
Total miembros	2.151	2.232	2.253	2.226	2.149	2.020	2.104	2.076	2.027	1.959	1.843

Fuente: CNMV.

de 37 en junio de 1992. Las agencias y los agentes individuales tampoco muestran grandes cambios: ha cesado en su actividad un agente individual durante 1991 y en los primeros meses de 1992 una nueva agencia ha sustituido a la que cerró el año anterior (cuadro n.º 1).

Mayores han sido los cambios observados en la composición accionarial de sociedades, pues en las agencias, al ser todos sus accionistas personas físicas por imperativo legal, las variaciones accionariales son menos significativas para la óptica que interesa a este trabajo. Según indica el cuadro n.º 2, 18 sociedades de valores y Bolsa (SVB) están participadas por entidades financieras nacionales —justo tres más

que al comienzo de la reforma— y 10 por entidades financieras extranjeras, entre las cuales se incluyen compañías de seguros, lo cual arroja un incremento de seis con relación a 1989.

Un nuevo aspecto merece comentario: la evolución del empleo en el sector, tal y como se observa en el cuadro n.º 3. Pues bien, desde diciembre de 1989 a diciembre de 1992 el número de personas empleadas ha descendido algo más del 14 por 100, o un 17,2 por 100 si la comparación la efectuamos con junio de 1990, fecha en la cual el sector registró su cifra máxima de empleo.

La descomposición de esas cifras nos muestra que las agencias de valores y Bolsa (AVB) han experimentado una caída relativa en

su empleo superior a la registrada por las sociedades. En todo caso, la conclusión de los análisis relativos a número de entidades, composición accionarial y evolución del empleo pueden resumirse en una palabra: estabilidad.

Estabilidad, puesto que el número de miembros del mercado ha permanecido prácticamente igual, y con una participación de las entidades financieras extranjeras en su accionariado que, aun siendo levemente creciente, no marca tendencia alguna contradictoria con lo que cabría esperar en un marco de prestación de servicios y libertad de establecimiento como el que, a semejanza del sector bancario, se avecina en el mundo bursátil. El personal presenta una caída moderada en promedio, si bien resulta ser algo

más acentuada en el caso de las agencias.

Un rápido vistazo al cuadro número 4 indica que la «industria» de la intermediación bursátil ha sido, hasta muy recientemente, muy rentable. En estos tres últi-

mos años, no es fácil encontrar sectores que ofrezcan a sus accionistas rentabilidades comparables. Dejando a un lado el segundo semestre de 1989, recién iniciada la reforma, observamos que 1991 fue el período dorado de la intermediación bursátil, y

más concretamente su segundo trimestre.

En esas fechas, el sector obtenía una rentabilidad sobre fondos propios próxima al 40 por 100, y nada menos que 12 entidades superaban la frontera del 46 por

CUADRO N.º 4

RENTABILIDAD SOBRE FONDOS PROPIOS (ANTES DE IMPUESTOS)
(Tasa anualizada y número de entidades)

	1989		1990			1991				1992	
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
1. SVB	35,31	24,91	29,93	24,26	22,03	36,75	40,21	35,02	26,88	13,28	9,13
2. AVB	74,01	61,34	63,33	40,00	28,49	35,02	28,70	20,96	7,52	(6,56)	(4,95)
3. Total miembros Bolsa	39,07	28,46	32,99	25,68	22,61	36,56	29,28	33,89	25,32	11,41	8,12
4. Total no miembros	—	45,23	35,39	30,10	19,63	29,53	30,95	28,01	22,74	13,02	13,12
5. Miembros con rentabilidad inferior al 15 por 100	23	29	24	28	31	20	22	27	35	43	45
6. Miembros con rentabilidad superior al 46 por 100	21	17	19	17	14	17	12	9	5	4	2
7. No miembros con rentabilidad inferior al 15 por 100	—	31	34	38	47	42	43	46	47	51	52
8. No miembros con rentabilidad superior al 46 por 100	—	8	12	10	9	19	13	16	13	7	7

Fuente: CNMV.

CUADRO N.º 5

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS SVB (1989-1990)
(En millones de pesetas)

	IV-1989	I-1990	II-1990	III-1990	IV-1990
INGRESOS ORDINARIOS	20.145	8.977	10.895	28.662	38.622
De los cuales comisiones por tramitación y ejecución de órdenes	8.773	5.262	11.645	16.978	21.552
COSTES ORDINARIOS	8.162	2.241	4.022	8.145	11.168
MARGEN ORDINARIO	11.983	6.736	14.873	20.477	27.454
GASTOS DE EXPLOTACION	7.921	4.579	9.339	13.724	19.278
Personal	4.290	2.613	5.251	7.780	10.636
Generales	3.631	1.966	4.088	5.944	8.642
MARGEN DE EXPLOTACION	4.062	2.157	5.534	6.753	8.176
RESULTADO ANTES IMPUESTOS	5.162	2.200	5.588	6.857	8.302
RECURSOS PROPIOS	33.598	36.550	42.927	67.909	66.538

Fuente: CNMV.

CUADRO N.º 6

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS SVB (1991)
(En millones de pesetas)

	I-1991	II-1991	III-1991	IV-1991
INGRESOS ORDINARIOS	11.367	24.145	35.609	48.707
De los cuales comisiones por tramitación y ejecución de órdenes	5.746	12.274	18.176	24.405
COSTES ORDINARIOS	2.819	6.052	9.822	15.636
MARGEN ORDINARIO	8.548	18.093	25.787	33.071
GASTOS DE EXPLOTACION	4.552	9.063	13.668	18.768
Personal	2.722	5.285	7.904	10.444
Generales	1.830	3.778	5.764	8.326
MARGEN DE EXPLOTACION	3.996	9.030	12.119	14.303
RESULTADO ANTES IMPUESTOS	3.912	8.845	11.649	11.682
RECURSOS PROPIOS	46.495	52.742	56.005	51.053

Fuente: CNMV.

100. A partir de ese punto cenital, las cosas han rodado progresivamente peor, si bien las sociedades de valores y Bolsa se defienden mejor que las agencias, las cuales ya a primeros de 1992 habían entrado en pérdidas. A medida que avanzaba el año, la situación se acentuaba y, con los datos a 30 de junio de 1992, un 72 por 100 de las entidades obtenía de sus fondos propios una rentabilidad inferior al 15 por 100.

Conviene complementar esas cifras agregadas con los datos más detallados que la CNMV ha comenzado a facilitar recientemente. Sabemos así que en el primer trimestre de 1991, una SVB y una AVB registraban pérdidas; en el segundo trimestre, las cifras respectivas eran cuatro y una; nueve y once en el tercer trimestre y veinte y catorce al finalizar ese año. En los dos primeros trimestres de 1992, las sociedades y agencias con pérdidas han sido doce y ocho, respectivamente, al finalizar marzo, y quince y trece al concluir junio,

últimos datos publicados por la CNMV hasta el momento de escribir este artículo.

Hay un tercer aspecto a destacar, y es el referente al grado de concentración de los beneficios. Así, la primera afirmación que he-

mos de hacer es que, con los datos disponibles en la mano, ésta ha sido una característica del sector desde sus inicios. Limitando los comentarios, por razones de brevedad, a las sociedades de valores y Bolsa —los de las agencias no son muy diferentes—, se

CUADRO N.º 7

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS SVB (1992)
(En millones de pesetas)

	I-1992	II-1992
INGRESOS ORDINARIOS	11.580	24.552
De los cuales comisiones por tramitación y ejecución de órdenes	4.905	9.220
COSTES ORDINARIOS	5.220	11.676
MARGEN ORDINARIO	6.360	12.876
GASTOS DE EXPLOTACION	4.499	9.798
Personal	2.678	5.798
Generales	1.821	4.049
MARGEN DE EXPLOTACION	1.861	3.078
RESULTADO ANTES IMPUESTOS	1.677	2.484
RECURSOS PROPIOS	52.205	56.793

Fuente: CNMV.

puede afirmar que las diez sociedades con mejores resultados antes de impuestos han concentrado siempre, como mínimo, el 75 por 100 de los beneficios obtenidos por todas las sociedades, habiendo sobrepasado a 31 de marzo de 1990, a 30 de septiem-

bre de 1990 y a 30 de septiembre de 1991 el 100 por 100 de los beneficios de ese subsector. Es más, al finalizar junio de 1992, cinco sociedades concentraron en sus balances algo más del 100 por 100 de los beneficios del subsector de sociedades de valores

y Bolsa. Lo que esto significa es, sencillamente, que en los momentos de crisis la concentración de beneficios se agudiza.

En los cuadros n.ºs 5 a 10, se resume por separado la presentación que la CNMV hace de las

CUADRO N.º 8

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS AVB (1989-1990)
(En millones de pesetas)

	IV-1989	I-1990	II-1990	III-1990	IV-1990
INGRESOS ORDINARIOS	2.796	1.855	3.772	5.229	6.893
De los cuales comisiones por tramitación y ejecución de órdenes	2.557	1.528	3.066	4.174	5.298
COSTES ORDINARIOS	152	315	568	906	1.261
MARGEN ORDINARIO	2.824	1.540	3.204	4.323	5.632
GASTOS DE EXPLOTACION	1.804	961	2.027	3.200	4.619
Personal	916	556	1.168	1.775	2.548
Generales	888	405	859	1.425	2.071
MARGEN DE EXPLOTACION	1.020	579	1.177	1.123	1.013
RESULTADO ANTES IMPUESTOS	1.010	585	1.191	1.126	1.072
RECURSOS PROPIOS	3.954	4.400	4.952	14.058	14.879

Fuente: CNMV.

CUADRO N.º 9

CUENTA DE RESULTADOS DE LAS AVB (1991)
(En millones de pesetas)

	I-1991	II-1991	III-1991	IV-1991
INGRESOS ORDINARIOS	1.955	3.643	5.182	6.840
De los cuales comisiones por tramitación y ejecución de órdenes	1.657	3.034	4.267	5.607
COSTES ORDINARIOS	362	784	1.206	1.738
MARGEN ORDINARIO	1.593	2.859	3.976	5.102
GASTOS DE EXPLOTACION	1.102	2.276	3.311	4.579
Personal	601	1.287	1.911	2.652
Generales	501	989	1.400	1.927
MARGEN DE EXPLOTACION	491	583	665	523
RESULTADO ANTES IMPUESTOS	452	553	605	288
RECURSOS PROPIOS	5.615	4.407	4.453	3.976

Fuente: CNMV.

CUADRO N.º 10
CUENTA DE RESULTADOS DE LAS AVB (1992)
 (En millones de pesetas)

	I-1992	II-1992
INGRESOS ORDINARIOS	1.398	2.336
De los cuales comisiones por tramitación y ejecución de órdenes	1.155	1.848
COSTES ORDINARIOS	370	693
MARGEN ORDINARIO	1.028	1.643
GASTOS DE EXPLOTACION	1.081	1.732
Personal	658	1.049
Generales	423	683
MARGEN DE EXPLOTACION	(53)	(89)
RESULTADO ANTES IMPUESTOS	(86)	(104)
RECURSOS PROPIOS	5.156	4.101

Fuente: CNMV.

cuentas de pérdidas y ganancias de las sociedades y agencias de valores y Bolsa desde finales de 1989 a junio de 1992. Se han destacado, dentro de los ingresos ordinarios, los obtenidos a través de comisiones ligadas a la tramitación y ejecución de órdenes.

La razón de ello es subrayar la fuerte dependencia del sector —especialmente aguda en el caso de las agencias— respecto a esta fuente de ingresos, con los consiguientes riesgos. 1992 ha sido buena muestra de esos peligros, pues los ingresos por comisiones, que en el bienio 1990-1991 habían representado alrededor del 52 por 100 de los ingresos ordinarios de las sociedades y el 79 en el caso de las agencias, descendieron al 30 y 74 por 100, respectivamente. Y es que la disminución de los corretajes cobrados en renta variable, como consecuencia de la liberalización de comisiones que entró en vigor a principios de año, y el descenso en los volúmenes de contratación han he-

cho pagar a los miembros del mercado un fuerte tributo.

En los ingresos financieros —los intereses y dividendos de sus inversiones— encuentran las sociedades y agencias miembros de la Bolsa otra importante fuente de ingresos ordinarios. Las tareas derivadas de la colocación y el aseguramiento de emisiones han venido proporcionando a las sociedades algo menos del 5 por 100 de sus ingresos ordinarios.

Si tomásemos el apartado de beneficios en valores —ventas, recuperación de provisiones, operaciones en productos derivados— sin deducir las correspondientes pérdidas, percibiríamos que estamos ante otro notable capítulo de ingresos ordinarios. Ahora bien, los costes financieros, especialmente los ligados a las cesiones temporales de activos, reducen fuertemente su contribución neta a la cuenta de pérdidas y ganancias tanto de sociedades como de agencias. Lo que resulta evidente es que ni

unas ni otras han podido apoyarse en los resultados logrados gracias a las operaciones con valores por cuenta propia, pues en los cuatro ejercicios transcurridos desde el inicio de la reforma las sociedades han incurrido en pérdidas netas en dos de ellos y las agencias en los cuatro.

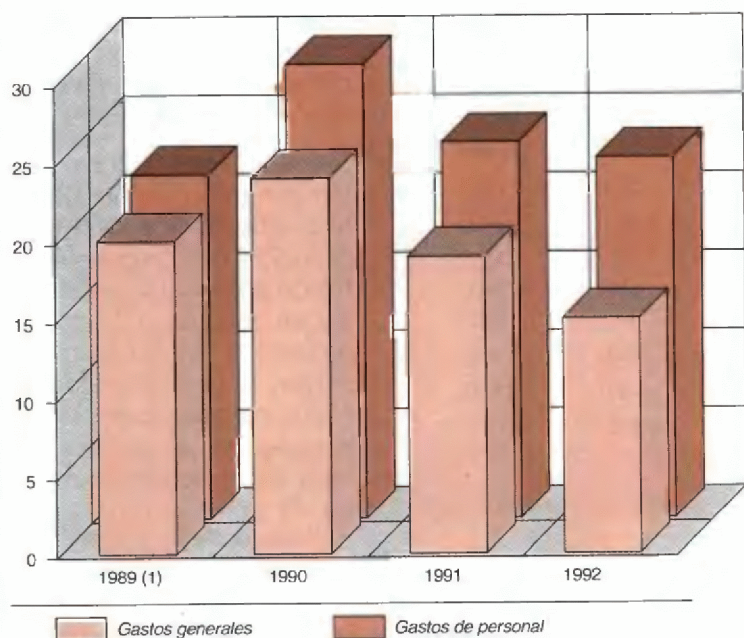
Los gráficos 1 y 2 complementan esa información. El primero muestra los gastos de explotación, descompuestos en gastos de personal y gastos generales, en porcentaje de los ingresos ordinarios. Como se puede observar, y con la excepción de 1990, los gastos de explotación suponen en el sector de miembros del mercado entre un 42 y un 43 por 100 de los ingresos ordinarios. Por su parte, el gráfico 2 refleja los beneficios obtenidos por empleado. Como es lógico, la cifra de 1989 recoge sólo cinco meses de actividad; con todo, no deja de mostrar una espectacular, aunque previsible, caída.

Para concluir, una última pincelada que corrobora el grado creciente de concentración del sector en todos sus aspectos más relevantes: al finalizar el primer ejercicio después de la reforma introducida por la Ley del Mercado de Valores —es decir, a 31 de diciembre de 1989—, las diez sociedades más activas concentraban el 45 por 100 de la contratación bursátil. Al concluir el primer semestre de 1992, ese porcentaje había subido al 63 por 100 (1).

IV. LAS PERSPECTIVAS DEL SECTOR

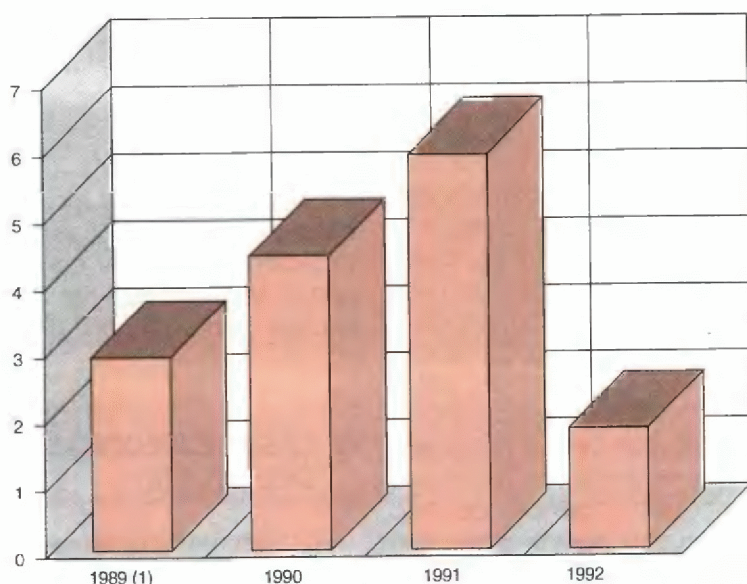
Al final del primer semestre de 1992, tres rasgos destacaban como condicionantes básicos de la evolución del sector de miembros de las bolsas: el paulatino

GRAFICO 1
GASTOS DE EXPLOTACION EN PORCENTAJE
DE INGRESOS ORDINARIOS



(1) Corresponden al período 29 de julio al 31 de diciembre de 1989.

GRAFICO 2
BENEFICIOS POR EMPLEADO
(Millones de pesetas)



(1) Corresponden al período 29 de julio al 31 de diciembre de 1989.

descenso del volumen contratado en los mercados, la libertad de comisiones y la concentración. A los tres se ha referido, con mayor o menor extensión, el apartado III de este trabajo, y en él se ha destacado, además, su íntima interconexión. En un mercado estrecho, la concentración se refuerza en favor de un grupo reducido de sociedades que, por añadidura, son las mejor dotadas para enfrentarse a las consecuencias de la guerra de comisiones desencadenada oficialmente a partir del 1 de enero de 1992.

El primer punto que conviene elucidar es, por tanto, qué mutaciones está originando la libertad de comisiones; después se hablará sobre los puntos críticos que el sector habrá de resolver para encarar con éxito el reto del mercado único europeo.

De acuerdo con la disposición final primera de la Ley del Mercado de Valores, a partir del 1 de enero de 1992 los miembros del mercado han empezado a aplicar las comisiones que juzgan convenientes. Y aun cuando ya en 1991 se habían comenzado a observar infracciones al principio de comisiones regladas —el 2,5 por 1.000 en valores de renta variable—, ello no alcanzaba un carácter general ni tenía sobre sociedades y agencias las repercusiones económicas generadas por la «guerra de comisiones» desencadenada a principios de 1992. El caso es que, con datos del primer semestre de 1992, podemos afirmar que las comisiones cobradas por los miembros del mercado se han reducido, porcentualmente y en promedio, un 28 por 100.

Era éste un fenómeno previsible; lo que queda por aclarar son sus consecuencias. Ha de recor-

darse, en primer lugar, que estamos hablando de un sector muy dependiente de la contratación bursátil, con una gran dispersión del negocio y estructuras de coste muy diversas. A ello se añade la existencia de un número elevado de entidades pequeñas situadas en el filo de rentabilidad mínima, y para las cuales la «guerra de comisiones», especialmente si se produce en un contexto de mercado deprimido, puede resultar fatal.

Durante el resto del año 1992 se han corroborado plenamente los temores que el sector albergaba, y se ha comprobado que las entidades «independientes» medianas y pequeñas han perdido cuota en favor de las bancarias y las «independientes» grandes, tanto en el negocio de extranjeros como de instituciones. Por otro lado, esos dos últimos grupos de sociedades han podido defenderse mejor gracias a su mayor capacidad de diversificación, lo cual les ha permitido hallar resortes compensadores al descenso de las comisiones ligadas a la negociación bursátil en renta variable a través, sobre todo, de las operaciones de aseguramiento, colocación en Bolsa y ofertas públicas de adquisición. Por otro lado, esos miembros grandes no han mostrado empacho en entrar en una decidida competencia de comisiones —especialmente las sociedades bancarias—, lo que quizás haya sorprendido a unos rivales que no contaban con tal posibilidad, olvidando, sin duda, que su estructura de costes y sus niveles de beneficios les permiten resistir con cierta facilidad una fuerte baja de estos últimos en 1992 y 1993.

Se acaba de mencionar la estructura de costes, y acaso resulte ilustrativo ofrecer algún dato

adicional. Como se indicó anteriormente, los gastos de explotación supusieron el 70 por 100 del margen ordinario de las sociedades y el 82 por 100 del de las agencias en 1990. Las respectivas cifras fueron, en 1991, el 57 y el 90 por 100; el 30 de junio de 1992, el 76 y el 105 por 100. A ello se añade el que los gastos de explotación suponían, en 1991, el 64 por 100 de las comisiones percibidas por las sociedades y el 75 por 100 de las obtenidas por las agencias miembros del mercado; a finales de junio de 1992, esos porcentajes ascendían peligrosamente al 84 por 100 para ambos grupos de entidades.

Por su parte, un análisis de los datos individuales publicados por las sociedades rectoras de las bolsas permite afirmar lo siguiente:

a) Los gastos de explotación de las sociedades bancarias son, habitualmente, menores que los de las sociedades «independientes» grandes y, en algún caso, llegarían a ser prácticamente la mitad de los contabilizados por aquéllas.

b) Las sociedades y agencias medianas y pequeñas tienen un nivel de gastos generales que se aproxima al 100 por 100 de las comisiones generadas por la tramitación y ejecución de órdenes.

c) Existe una gran dispersión en las comisiones. Las mayores cuotas de mercado están entre el 7 y el 10 por 100, y a partir del sexto puesto descienden a menos de la mitad. Ello es debido tanto al efecto de las redes bancarias como a las operaciones con clientes extranjeros.

¿Cuál es el cuadro que resulta de poner juntas estas —y otras, no discutidas en gracia a la brevedad— piezas del rompecabezas?

Es evidente que las grandes sociedades —bancarias y no bancarias— están en una relativa buena situación para soportar, en el bienio 1992-1993, el lastre constituido por la disminución en las comisiones por ejecución de órdenes en renta variable. Dentro de ese grupo, las bancarias cuentan con la ventaja de unos costes de explotación más ligeros; además, están en mejor situación para resistir, al menos frente a un sector de su clientela, las presiones en favor de una reducción de las comisiones. En todo caso, y conscientes de la gravedad de la situación, las sociedades bancarias han reaccionado intentando penetrar en áreas de negocio antes dominadas por las grandes sociedades «independientes» —clientes extranjeros e institucionales—, al tiempo que han partido con alguna ventaja en campos nuevos, como los mercados de productos derivados.

Ello no es óbice para que algunas sociedades bancarias se queden en el camino; pero, en todo caso, las principales perjudicadas serán, como ya se ha repetido, las sociedades y agencias medianas y pequeñas «independientes». La única incógnita era cuándo comenzaría a reducirse el censo de entidades miembros del mercado, si ya en 1992 o durante 1993. Lo que parece indudable es que vamos hacia una concentración imparable del sector; la duda es saber si se va a mantener la actual estructura de ese grupo privilegiado. Es decir, una estructura en la cual se observa un cierto, pero sólo un «cierto», predominio de las sociedades ligadas a los grandes grupos bancarios.

Nadie posee una bola de cristal que permita responder acertadamente a esa pregunta. Según se observa en los gráficos 3 a 8,

BENEFICIO DESPUES DE IMPUESTOS

GRAFICO 3
Cuarto trimestre 1990

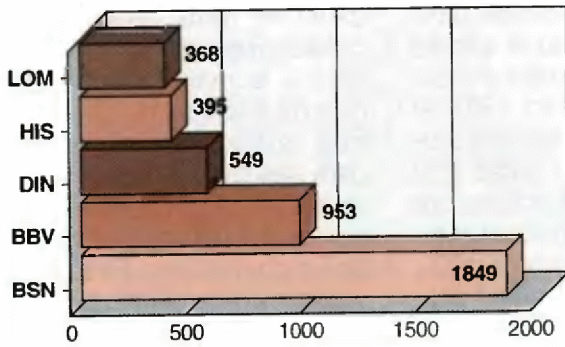


GRAFICO 4
Cuarto trimestre 1990

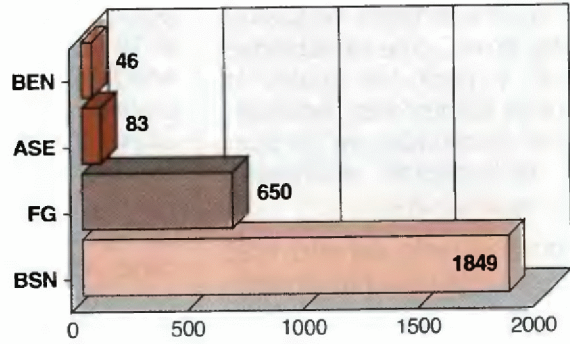


GRAFICO 5
Cuarto trimestre 1991

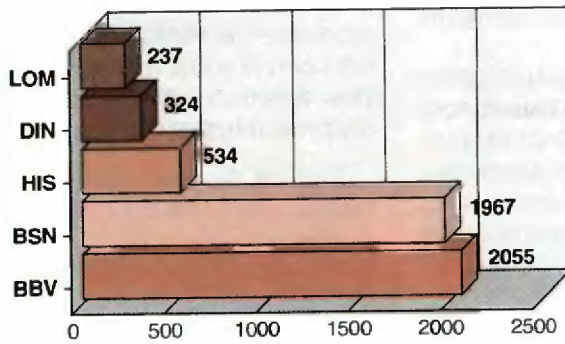
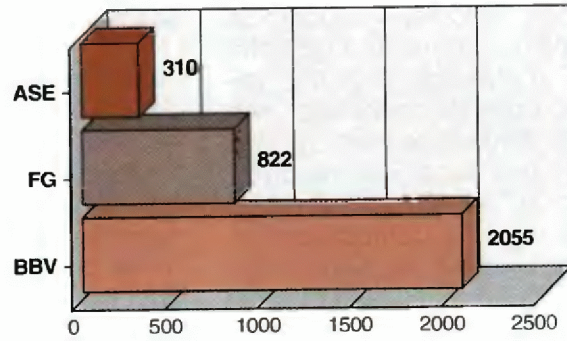


GRAFICO 6
Cuarto trimestre 1991



BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS

GRAFICO 7
Segundo trimestre 1992

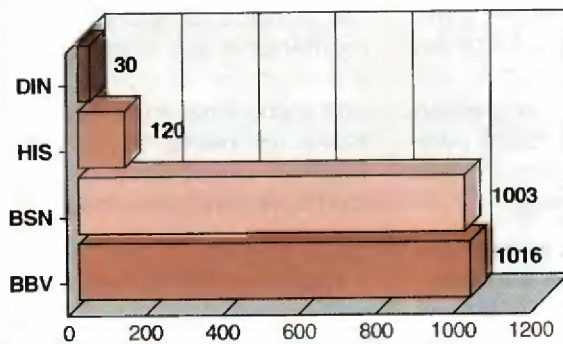
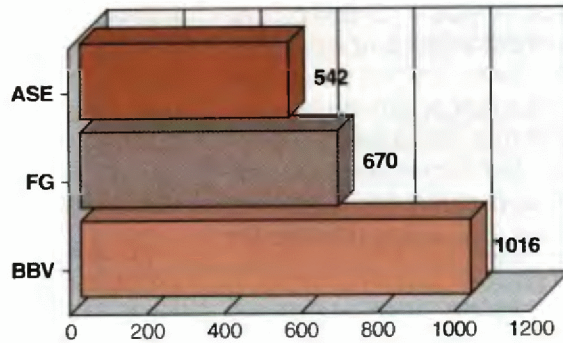


GRAFICO 8
Segundo trimestre 1992



los beneficios de las sociedades bancarias han sido, habitualmente, muy superiores a los de las sociedades «independientes» si hablamos como dos subconjuntos diferenciados [los gráficos comparan los beneficios de las grandes sociedades bancarias —BBV Interactivos (BBV), Banco Santander de Negocios (BSN), Hispano (HIS), Central (DINVER) y Banesto (LOM)— con los de las grandes «independientes» —FG Inversiones Bursátiles, Asesores Bursátiles (ASE), Benito y Monjardín (BEN) y Beta Bolsa (BETA)—]. Y, siguiendo sin entrar en análisis individuales pormenorizados, ello es debido a que, por lo general, las grandes sociedades bancarias resisten favorablemente la comparación cuando se examinan *ratios* tan significativas como los gastos de personal respecto a la media del sector, las comisiones netas percibidas respecto al sector, o el margen ordinario y el margen de explotación en relación a la media del colectivo de entidades consideradas. Por supuesto, hemos de repetir que esos datos no prejuzgan nada cara al futuro, y tampoco permiten augurar cuál de ambos grupos saldrá más reforzado de esta travesía por el desierto constituida por la combinación de libertad de comisiones, en su fase inicial y más explosiva, y bajos volúmenes de contratación.

Pero, en todo caso, convendría ir adelantando algunas consideraciones destinadas a intentar aclarar ciertas propuestas confusas que —es de temer— pueden salir a la luz próximamente.

Hemos de partir, a tal respecto, de un principio establecido claramente por la Ley del Mercado de Valores: ese principio era el de libertad de entrada. Todos aquellos que reunían unos ca-

pitales mínimos, una cierta experiencia profesional y estaban exentos de determinadas incompatibilidades podían constituir libremente una sociedad o agencia de valores y suscribir una porción del capital de una sociedad rectora para convertirse en miembro de ella. Durante un período de dos años y medio, la Ley reservó a los antiguos agentes de cambio y Bolsa una participación decreciente en el capital social de tales entidades, justamente el mismo período de tiempo en el cual persistirían las comisiones fijas.

Las reglas eran, pues, conocidas de antemano para todos y, por si fuera poco, la experiencia de reformas tales como las de Londres y París suministraba una guía muy fiel y detallada de lo que en nuestro mercado podía suceder. En otras palabras, de todos era sabido que «España no iba a ser diferente». Por lo tanto, el corolario lógico es que donde ha habido libertad de entrada debe existir libertad de salida. Cualquier otra política no serviría más que para empeorar la situación y restar competitividad a la Bolsa española cara al mercado único europeo.

Con este transfondo es con el que se impone estudiar cuáles son los puntos críticos sobre los cuales se va a jugar el destino del sector bursátil en los próximos años, y son precisamente esas cuestiones las que tendrán que resolver las entidades que deseen sobrevivir. Pues bien, en cierto modo, esas cuestiones se resumen en una sola: la adecuación o falta de adecuación de los grandes intermediarios bursátiles españoles a las demandas del futuro mercado europeo. Responder a esa cuestión exige discutir, cuando menos, cuatro problemas; a saber: ¿el enfoque de

negocio ahora seguido por las sociedades españolas, es el adecuado?; ¿la estructura de mercado de órdenes característica de nuestras bolsas no propicia una falta de liquidez que facilita la «emigración» de los principales valores españoles a otros mercados?; ¿soportan los miembros del mercado un peso adecuado derivado de los costes impuestos por las diversas autoridades reguladoras?, y ¿la futura directiva europea de recursos propios favorecerá o perjudicará a nuestras entidades?

A continuación, se intenta ofrecer una breve respuesta a esas cuatro preguntas.

A lo largo de este trabajo, el lector se habrá encontrado, una y otra vez, con la referencia a un reforzamiento del sector. Esa necesidad va íntimamente unida a un cambio de orientación en el negocio, que en unas sociedades será más agudo que en otras si desean sobrevivir a la competencia internacional derivada de la libertad de establecimiento y prestación de servicios.

De acuerdo con ese enfoque, creo imprescindible seguir, al menos, las tres orientaciones siguientes:

a) Se impone adoptar una óptica más europea y más sectorial, en lugar de la actual, centrada básicamente en nuestro propio mercado y, dentro de él, en la atención a los valores de unas pocas compañías.

b) La pura intermediación será cada vez menos importante, y cobrarán mayor relieve tanto la actuación como creadores de mercado como la realización de otras actividades con mayor valor añadido.

c) Un intermediario bursátil español que no se resigne a ac-

tuar como mero satélite de alguna de las grandes sociedades europeas precisará ser miembro de, al menos, uno de los tres grandes mercados —Londres, Frankfurt y París—, además del suyo propio.

La conclusión es que contamos con un sector poco adaptado al modelo futuro de intermediario bursátil europeo. Nuestras sociedades tienen escasa vocación internacional, salvo que entendamos como tal el hecho de que en su capital participen entidades financieras foráneas o el de que actúen como intermediarios en la ejecución de órdenes de inversores institucionales extranjeros sobre valores nacionales. A lo cual cabe añadir la escasísima práctica en actuar por cuenta propia —quizá por el peso de la tradición, acaso por no contar con el marco legal adecuado— y la carencia de recursos propios para ello. No podemos olvidar, a este respecto, que a 30 de septiembre de 1992, de los diez miembros de las bolsas, solamente siete contaban con unos recursos propios superiores a los 2.000 millones de pesetas.

La anterior cuestión está muy ligada a los posibles cambios que, en su estructura, pudiera experimentar la Bolsa española. Es bien sabido que el nuestro es un mercado fundamentalmente de minoristas, que funciona mediante el enfrentamiento de órdenes de compra y de venta. La pregunta que hemos de plantearnos es si a ese mercado le convendría combinar dicha estructura tradicional, adecuada al negocio minorista, con un mercado de bloques, en el cual puedan operar, de forma más flexible, los mayoristas. Es éste un intento nada fácil al cual otras bolsas más fuertes que las nuestras —París, por ejemplo— no han

conseguido todavía hallar la solución deseable.

Pero resulta evidente, a mi juicio, que el mercado español debería explotar, con toda la cautela que se juzgue oportuno, la combinación de un mercado minorista, estructurado como mercado de órdenes, y un mercado mayorista, funcionando como mercado de precios. Esto supondría buscar el acomodo legal específico a este último tipo de mercado —en mi opinión, el mercado de «términos especiales», dentro del actual mercado continuo, sería la primera posibilidad que debería explorarse— y diseñar el marco de actuación de las sociedades dispuestas a actuar como creadores de mercado. Ese diseño convendría definirlo con mucha precisión, sobre todo en sus dos puntos capitales: las obligaciones de los creadores y la retribución por su actividad. No olvidemos que se trata de una función muy beneficiosa para el mercado, fundamentalmente por la liquidez que le aportaría, pero que comporta riesgos muy fuertes para la entidad que la asume. Eso se traduce, ante todo, en la exigencia de contar con unos recursos propios muy elevados, y ya se ha indicado antes que no es precisamente éste el punto más fuerte de nuestras sociedades.

La siguiente cuestión, no menos delicada, hace referencia a los costes que nuestras entidades miembros soportan y, dentro de ellos, a los que vienen impuestos por las autoridades reguladoras y supervisoras del mercado; en nuestro caso concreto, las sociedades rectoras de las bolsas y la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Es preciso señalar, de entrada, que no se pone en duda la justificación de los costes a conti-

nuación analizados; los cálculos que se van a presentar pretenden, únicamente, llamar la atención sobre su mayor o menor importancia, e invitar a una reflexión respecto al peso relativo que imponen a la cuenta de pérdidas y ganancias de los intermediarios bursátiles.

El estudio ha consistido en simular los costes aplicables a tres entidades-tipo por cada 1.000 millones de pesetas efectivamente contratados en renta variable.

La primera sociedad-tipo tiene un volumen de contratación anual en torno a los 100.000 millones de pesetas efectivas, opera en una sola Bolsa, dispone de dos terminales de mercado continuo, realiza un 20 por 100 de sus operaciones por cuenta propia y de todas sus operaciones, cuyo valor medio es de 5 millones de pesetas, 50 por 100 son compras y 50 por 100 son ventas.

La segunda sociedad-tipo alcanza un volumen de contratación de 500.000 millones de pesetas efectivas anuales, actúa en dos bolsas, dispone de seis terminales de mercado continuo, un 10 por 100 de sus operaciones son por cuenta propia y con un valor medio de 3 millones de pesetas, un 45 por 100 son compras y el restante 55 por 100 ventas.

La tercera y última sociedad-tipo contrata al año en torno a un billón de pesetas efectivas, opera en las cuatro bolsas, dispone de 16 terminales, realiza por cuenta propia el 5 por 100 de sus operaciones, con un importe medio de 1 millón de pesetas, y de todas ellas el 40 por 100 son de compra y el 60 por 100 de venta.

El siguiente paso consiste en identificar los costes establecidos

ESQUEMA 1

GASTOS DE CUMPLIMENTACION DE OPERACIONES DE RENTA VARIABLE

I. COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV)

1. *Costes variables*

a) 50 pesetas por cada millón de pesetas efectivas contratado en Bolsa.

2. *Costes fijos*

a) Soporte administrativo de cumplimentación de estados financieros y mantenimiento de registros actualizados: 3 millones de pesetas anuales, aproximadamente.

b) Inscripción inicial en el Registro: 375.000 pesetas al empezar a operar.

c) Soporte informático para desarrollar las funciones necesarias de cumplimentación: 2 millones de pesetas al comenzar a operar.

II. SOCIEDADES RECTORAS DE LAS BOLSAS DE VALORES

1. *Costes variables*

a) 1 peseta por cada millón de pesetas efectivas contratado en Bolsa.

b) 25 pesetas por cada póliza extendida por operación de mercado primario.

c) Canon de contratación, liquidación y gestión de operaciones según escala:

	<i>Contratación</i>	<i>Liquidación</i>	<i>Gestión</i>	<i>Total</i>
Hasta 5.000	—	—	—	—
De 5.001 a 50.000	65	25	160	250
De 50.001 a 250.000	90	50	360	500
De 250.001 a 500.000	115	75	560	750
De 500.001 a 1.000.000	140	140	760	1.040
De 1.000.001 a 2.500.000	165	125	960	1.250
De 2.500.001 a 5.000.000	190	150	1.160	1.500
De 5.000.001 a 7.500.000	215	175	1.360	1.750
De 7.500.001 a 25.000.000	240	200	1.560	2.000
De 25.000.001 a 50.000.000	265	225	1.760	2.250
Más de 50.000.000	315	250	1.935	2.500

d) Aval en concepto de fianza colectiva al mercado: en función de la contratación realizada pendiente de liquidar: aproximadamente, 5 pesetas por cada millón de pesetas efectivas contratadas en Bolsa.

2. *Costes fijos*

a) 500.000 pesetas anuales como miembro de la Bolsa.

b) 840.000 pesetas anuales por cabina telefónica en el «parquet».

c) 2,1 millones de pesetas anuales por módulo de liquidación en Bolsa.

d) Contratación servicios GID: 7.840.000 pesetas al comenzar a operar.

e) Conexiones informáticas Bolsa: 5 millones de pesetas anuales.

f) Cuadro de cotizaciones: 280.000 pesetas anuales.

g) Mantenimiento mercado continuo: 806.400 pesetas anuales por terminal.

h) Inmovilización financiera como consecuencia de la inversión en acciones de la sociedad rectora: calculada con un 15 por 100 de interés anual sobre la inversión realizada.

por la CNMV y por las sociedades rectoras.

Pues bien, a principios de septiembre de 1992 esos costes, clasificados entre fijos y variables,

eran los recogidos en el esquema 1. Los resultados son, sin duda, interesantes, pues nos indican que para el primer tipo de sociedad, los gastos originados por las tarifas de la CNMV y las

sociedades rectoras suponen un 23,30 por 100 de los ingresos por operaciones de renta variable; un 10,25 por 100 en el caso de la segunda categoría de sociedades, y un 11,30 por 100 de esos

ingresos para una sociedad del tercer tipo.

Una brevísima referencia a la cuarta y última cuestión: la de la incidencia de la futura directiva sobre recursos propios en la actuación de nuestras sociedades. Esa directiva se propone conseguir tres grandes objetivos.

En cuanto a la definición de recursos propios contenida en el proyecto de directiva, no es muy diferente de la actualmente vigente en la legislación española y busca, en buena lógica, garantizar un patrimonio neto realizable para cubrir las posibles pérdidas en que pueda incurrir la entidad. Las dos únicas diferencias que conviene señalar son: el aumento en el proyecto de directiva de la posibilidad de emitir financiación subordinada —que pasa del 50 al 150 por 100—, y la disminución de los recursos por la vía de ampliar los conceptos específicos englobados en la categoría de «activos difícilmente realizables».

Cuestión diferente es la del nivel mínimo de recursos propios. Para empezar, el proyecto de directiva no exige, como en España, un coeficiente genérico del 5 por 100 de los activos sometidos a riesgos de crédito o de mercados, y tan sólo obliga a cumplir un coeficiente específico, que desglosa en cuatro tipos de riesgo: riesgo de posición, riesgo de contrapartida y liquidación, riesgo de tipo de cambio, otros riesgos. Pues bien, la comparación con los actuales coeficientes vigentes en España no es fácil, al no existir, como ya se ha dicho, un coeficiente genérico en la futura legislación comunitaria. En todo caso, unos primeros cálculos realizados indican que la futura legislación comunitaria será más restrictiva que la actual legisla-

ción española en la materia; lo cual añade una nueva incertidumbre al horizonte de nuestros intermediarios.

V. CONCLUSIONES

1. Las primeras regulaciones de las funciones del agente mediador se remontan en España al siglo XIII, y fijan ya algunos rasgos que configurarían su actuación posterior. Con la creación de la primera Bolsa en Madrid, en el año 1809, se perfila la figura moderna del agente mediador colegiado.

2. En un principio, las tareas de mediación en las operaciones mercantiles y de dación de fe pública se encomendaron a los corredores de cambio; la figura del agente de Bolsa aparece en España en 1831, con motivo del establecimiento, ese año, de la nueva Bolsa madrileña. Nace entonces una situación caracterizada por la dualidad de cuerpos autorizados para la mediación mercantil y la dación de fe pública. Los conflictos que jalona- ron esa dualidad tuvieron su conclusión formal cuando una ley de diciembre de 1910 ordenó que no se realizasen nuevos nombramientos de corredores de comercio para las plazas en que, por existir Bolsa Oficial de Comercio, estuviesen establecidos agentes colegiados de cambio.

3. El vigente Código de Comercio, que se remonta a 1885, distinguió entre la profesión de agente mediador, que por constituir parte del comercio mismo no admite restricción o monopolio alguno, y el oficio público de la dación de fe, que supone el desempeño de una función estatal.

4. La expansión y fortalecimiento de las bolsas como mercado primario y secundario de

capitales ha ido subrayando, con el paso de los años, la pérdida de importancia relativa de la función de dación de fe pública, y acentuando las carencias de la figura del mediador individual en unos mercados crecientemente sofisticados e integrados para actuar, en los cuales se exigían unos recursos financieros que sobrepasaban la capacidad de nuestros agentes de cambio y Bolsa.

5. La Administración española y los propios colegios de mediadores fueron incapaces de reaccionar con agilidad a los cambios experimentados por los mercados financieros y de capitales a partir de los años setenta. Ni siquiera los ejemplos de las grandes bolsas mundiales, empezando por la de Nueva York en 1975, fueron suficientes para introducir aires de reforma en este sector. Hubo que esperar hasta 1988 para plasmar en un texto legal una realidad que no admitía más demoras.

6. La Ley del Mercado de Valores sustituyó la figura del mediador individual colegiado por sociedades anónimas especializadas, buscando así seguir la estela de todos los grandes mercados de valores mundiales y asegurar la solvencia de unas entidades que cada vez asumen mayores riesgos.

7. Esa decisión constituyó un acierto indiscutible y situó a nuestro mercado bursátil (junto con la sustitución del antiguo mercado de corros por otro electrónico de carácter continuo) en el grupo de cabeza de los mercados comunitarios. No obstante, el deseo de facilitar una transición suave del modelo tradicional al actual forzó quizás una configuración del nuevo esquema de mercado que se ha revelado, con el tiempo, fuente de problemas.

8. Ello es especialmente cierto en varios planos. Se impuso la presencia de los antiguos agentes de cambio y Bolsa en las entidades miembros de las bolsas por un período de dos años y medio, y se mantuvo durante el mismo período el régimen de comisiones regladas. El resultado ha sido una profusión de entidades cuya única o principal fuente de ingresos es, como en el pasado, la intermediación bursátil en régimen de comisiones fijas. Por otro lado, cuando se ha generalizado la libertad de comisiones, que algunas firmas bursátiles venían practicando ya en 1991, los resultados no se han hecho esperar, y las rentabilidades medias sobre fondos propios, que habían sido espectacularmente altas en el pasado, han comenzado a reducirse rápidamente.

9. Esa situación, combinada con una fase de reducción de la contratación bursátil, puede forzar a numerosas entidades miembros a cesar en su actividad. De acuerdo con los principios inspiradores de la Ley del Mercado de Valores, conviene rechazar todo intento de soluciones corporativas: donde hubo libertad de entrada debe haber libertad de salida.

10. Dos tipos de denuncia interesada se suelen oír al describir el sector bursátil: son las que apuntan a su llamada «bancarización» y a su concentración. La primera no resiste un sencillo análisis histórico, que revela el papel relevante que la banca ha jugado desde siempre en la Bolsa española; la segunda es, sencillamente, la consecuencia de las fuerzas del mercado, que resuelven con sus propios mecanismos una situación mal planteada.

11. Este trabajo defiende la tesis de que el futuro del sector

bursátil español dependerá del acierto con el que resuelva cuatro problemas básicos: la adecuación del enfoque de negocio adoptado hasta ahora por los intermediarios bursátiles españoles; la conveniencia o no de complementar el actual mercado de órdenes con un mercado de precios que, a cargo de entidades creadoras de mercado, le aseguren la necesaria liquidez; la posibilidad de estudiar si los costes ligados a las funciones de las autoridades reguladoras podrían aligerarse, y, por último, las perspectivas ligadas a la definición y exigencias de fondos propios impuestas por la próxima directiva comunitaria.

12. Las respuestas que el trabajo ofrece se pueden resumir como sigue:

a) Se impone adoptar un enfoque más europeo y sectorial, en lugar de seguir concentrándose en el mercado nacional y en la operatoria en unos determinados valores. Parece también claro que la pura labor de intermediación bursátil ha de ir cediendo el paso a tareas con mayor valor añadido, comenzando por la actuación como creador de mercado.

b) Esta última afirmación indica la conveniencia de estudiar con carácter inmediato los medios para complementar, en el actual marco del llamado «mercado continuo», el mercado de órdenes con un mercado de precios que, apoyado en la actuación de unos creadores de mercado, ofrezca la liquidez que la Bolsa española necesita para competir con otros grandes mercados europeos.

c) El cuidado de los costes es la primera obligación que deben imponerse los gestores de cualquier sociedad o agencia de

valores y Bolsa. Ahora bien, existen algunos costes que les vienen impuestos, tales como los derivados de las funciones reguladoras y supervisoras. Convendría que tales costes resultasen lo más ligeros posible, especialmente los atribuibles a la operatoria en renta variable, fuente principal de los ingresos de la mayoría de los intermediarios bursátiles.

d) Dicha preocupación está ligada a otro aspecto del futuro de nuestros mediadores. En la medida en la que su rentabilidad descienda, les será cada vez más difícil encontrar los recursos necesarios para hacer frente a unas exigencias mayores de fondos propios. En este sentido, el proyecto de directiva comunitaria sobre fondos propios va a agravar la situación de los intermediarios bursátiles españoles.

NOTA

(1) La CNMV ha publicado su informe sobre las sociedades y agencias de valores correspondiente a diciembre de 1992 cuando este trabajo estaba en galeras. Ello me ha permitido actualizar algunas cifras y comentarios expuestos a lo largo del mismo.

Al objeto de molestar al mínimo la lectura, he procurado actualizar las cifras —tanto en el texto como en los cuadros— cuando ello requería sólo un pequeño cambio. A continuación resumiré tres puntos en los cuales la información recientemente facilitada por la CNMV no hace sino confirmar las tendencias descritas en el texto:

a) *Rentabilidad.* Los datos de finales de 1992 confirman el descenso general de ésta, tanto entre los miembros del mercado como entre las sociedades y agencias de valores. Así, la rentabilidad media sobre recursos propios de los miembros del mercado baja a un exiguo 5,5 por 100 y la de los no-miembros al 7,4 por 100.

b) *Pérdidas.* Continúa aumentando el número de miembros del mercado —sociedades y agencias— que registran pérdidas. Al finalizar 1992, era de quince sociedades y trece agencias.

c) *Concentración de beneficios.* Se acentúa cada vez más. A finales del pasado año, las diez primeras firmas obtenían unos beneficios que representaban el 231 por 100 de los totales del sector, y las tres primeras concentraban el 158 por 100 de esos beneficios totales.