

«La Bolsa de Bilbao: Presente y Futuro»

La profunda transformación que ha experimentado la bolsa española ha tenido un efecto positivo en la Bolsa de Bilbao, reafirmando su apuesta por consolidar una plaza financiera relevante. La interconexión informática provoca, de todos modos, una deslocalización de la actividad bursátil que hace que la actividad se produzca (i) allí donde hay demanda y (ii) allí donde se provea el mejor servicio. La utilidad de consolidar la plaza financiera no radica tanto en los beneficios que depara la intermediación bursátil sino en la formación de un núcleo de profesionales altamente cualificados en la ingeniería financiera, capaz por tanto, de generar una cultura financiera sofisticada que debe repercutir favorablemente en la financiación de las empresas privadas y en el sector público. Por ello, de cara al futuro el reto principal de la Bolsa bilbaína está en atraer al mercado bursátil no sólo a los inversores financieros (que cada vez más serán instituciones y menos personas físicas) sino a los inversores reales en busca de financiación competitiva, a cambio de rentabilidad.

Espainiako burtsak jasan duen aldakuntzak eragin positiboa izan du Bilboko Burtsan, finantzagune aipagarri bezala finkatzeko erronka baieztatuz. Hala eta guztiz, interkonexio informatikoak burtsako ihardueraren sakabanatzea eragiten du, aipatu iharduera eskaria sortzen den tokietan eta zerbitzurik onena eskeintzen denetan garatzen delarik. Finantzagune bezala finkatzearen baliagarritasuna burtsa bitartekaritzaren onuretan baino finantza-ingeniaritzan bikai tratatutako profesional multzo bat osatzen datza; finantza kultura landua sortzeko gai izango dena; empresa pribatu eta publikoen finantzapenean eragin onuragarria izatearren. Hori dela eta; Bilboko Burtsaren geroko erronka finantza inbertsiogileak erakartzeaz gain (instituzioak pertsona fisikoak baino sarriago), finantzapen lehiakorra errentagarritasunaren truke, bilatzen duten inbertsiogile errealak erakartzea da.

The Spanish Stock Market has undergone a complete shake-up in the last five years. The outcome of this process appears to be positive for a regional Stock Market such as Bilbao. However, financial markets are becoming global, thanks inter al. to on line computer links. Thus, business will shift to (i) where demand is and (ii) where services are most competitive. What is at stake is the consolidation of a financial center the benefits of which depend not only on market share and direct business but on the formation of a cluster of qualified professionals able to supply for sophisticated financial services to business and Public Administration alike. The challenge for Bilbao's Stock Market lies in its ability to attract not only financial investors (which increasingly so will be institutions rather than individuals but private businesses willing to quote their shares or bonds in order to get finance in exchange for future profits.

1. Evolución reciente de la Bolsa de Bilbao
2. La bolsa y la financiación empresarial. El segundo mercado
3. Perspectivas de la Bolsa de Bilbao

Palabras clave: Bolsa de Bilbao, cultura financiera.
Nº de clasificación JEL: G13, G24

1. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA BOLSA DE BILBAO

1.1. Cambios en la normativa y operativa de las bolsas

La Bolsa de Bilbao se creó por Real Decreto de 21 de julio de 1890 según el cual se autorizaba a la *Sociedad Anónima Bolsa de Bilbao* a crear una *Bolsa General de Comercio* y negociar en ella, con carácter oficial, efectos públicos y privados. A esta fecha seña, que pone de relieve el carácter centenario de esta institución financiera bilbaína, se une en trascendencia histórica la del año 1989, en que se produce la entrada en vigor de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y disposiciones complementarias (1) por las que se reforma profundamente el sistema bursátil español. A partir de este momento se

(1) Reales Decretos 276/1989 de 22 de marzo y 726/1989 de 23 de junio.

produce —gradual pero rápidamente (2)— la unificación del mercado bursátil español (hasta entonces segmentado en las respectivas plazas bursátiles) por medio de un auténtico *mercado único*, el mercado continuo, que interconexiona las Bolsas existentes, con nuevas normas de funcionamiento en lo tocante a la formación de precios y sistema de compensación y liquidación de las transacciones bursátiles.

Entre las novedades del nuevo sistema, se crea la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Bilbao, S.A. (3), en sustitución de la Junta por la que anteriormente se regía, y las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa sustituyen a los Agentes de Cambio y Bolsa. En

(2) Los principales valores bursátiles se incorporaron en 1990.

(3) Se crea también —y de forma paralela— la Sociedad Promotora Bilbao Plaza Financiera para consolidar Bilbao como plaza financiera en un nuevo orden financiero en el que se ha de asumir la Integración económica y financiera a escala europea y eventualmente mundial.

Cuadro n.º 1. Integrantes de la Bolsa de Bilbao

	% de participación		
	1989	1991	1992
BBV Interactivos, SVB	13,15	11,9	14,7
BSN, SVB	13,15	11,9	11,5
Dinver, SVB	13,15	11,9	—
Eurocapital, SVB (1)	13,15	11,9	11,5
Eurofinanzas, SVB (2)	13,15	11,9	—
Fineco Equities, AVB	2,65	2,4	2,4
Iberagencia, AVB (3)	2,65	11,9	11,5
Hispano, SVB (4)	13,15	11,9	—
Mercagentes, AVB	2,65	2,4	2,4
Norbolsa, SVB	13,15	11,9	11,5
Central Hispano de Bolsa, SVB	—	—	11,5
Banesto Bolsa, SVB	—	—	11,5
Autocartera	—	—	11,5
TOTAL	100,0	100,0	100,0

(1) Causa baja en 1992. Cuota pendiente de amortizar. (2) Causa baja en 1992. Cuota adquirida por Banesto Bolsa SVB. (3) Se transforma en Iberagentes, SVB en 1991. (4) En 1992 se fusiona con Dinver, SVB, pasando a denominarse Central Hispano de bolsa SVB. Cuota en autocartera pendiente de amortizar.

Fuente: Bolsa de Bilbao Memorias.

concreto, el artículo 48 de la Ley establece que "Las Bolsas de Valores estarán regidas y administradas por una sociedad anónima que será responsable de su organización y funcionamiento Internos y será titular de los medios necesarios para ello, siendo éste su objeto social exclusivo. Tales sociedades tendrán como únicos accionistas a todos los miembros de las correspondientes Bolsas y no podrán realizar ninguna actividad de intermediación financiera".

A su vez, el conjunto de Bolsas españolas es gestionado por una *sociedad de sociedades rectoras*, que es responsable del funcionamiento del sistema del mercado continuo, de su soporte Informático y de los sistemas de liquidación de las operaciones

bursátiles. Dicha sociedad, constituida como MERCONSA (Mercado Continuo, S.A.) pasó en febrero de 1990 a denominarse simplemente Sociedad de Bolsas, S.A., y reparte la titularidad de sus acciones entre las cuatro Bolsas (4).

(4) Bilbao suscribió un 10% inicial, que en febrero de 1990 elevó al 25%, según los compromisos adquiridos. Esta adquisición se produjo al 125% del valor nominal de las acciones. Esta diferencia entre valor real y contable de la participación debería absorberse con el tiempo en función de la capacidad de generar beneficios y acumular reservas, beneficios que se obtienen a partir de la facturación de los servicios prestados a los socios. La imputación de gastos se realiza ya teniendo en cuenta el uso que se hace del sistema. Concretamente la Sociedad de Bolsas imputa a las cuatro Bolsas en cada ejercicio la cuota correspondiente a la amortización de los activos informáticos en función del volumen efectivo de las operaciones realizadas por cada Bolsa, de su número de terminales y de la cuota de participación.

Así, pues, la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao está constituida por las Sociedades y Agencias de valores miembros del mercado de valores de Bilbao. El capital social inicial fue de 456 Mptas (elevado (5) en 1991 a 504 Mptas y a 520,8 en 1992). En el Cuadro n.º 1 se recoge la distribución de las diez sociedades y agencias iniciales —reducidas a ocho en 1993—, así como las vicisitudes siguientes hasta 1993.

En España existen 53 sociedades y agencias de valores integrantes de las cuatro Bolsas (6). La mayoría de las que operan en Bilbao operan también en otras(s) Bolsa(s) del Estado. De hecho, de las 8 que la conforman actualmente sólo 2 operan en exclusiva en Bilbao (de las que una es Norbolsa, propiedad de las Cajas de Ahorros de la Comunidad Autónoma del País Vasco). A la inversa, cuatro (ligadas a entidades de crédito) operan en todas las Bolsas españolas.

Desde 1989 la Sociedad Rectora ha ido desarrollando sus instalaciones y equipamiento informático para adaptarse gradualmente a los nuevos modos operativos del sistema bursátil español, con lo que ya desde 1990 era posible (i) compensar y liquidar valores nominativos por el sistema fungible desde Bilbao y que (ii) la Sociedad Rectora desempeñara funciones de Bolsa centralizadora en la liquidación de determinados valores. En el mismo año se puso en marcha el Departamento de Supervisión de Mercado, encargado de asegurar la

transparencia del mercado mediante mecanismos ágiles de control e información, tal como dispone la Ley del Mercado de Valores.

En relación con los cambios previstos en el sistema de liquidación y compensación (7), en 1990 se dieron una serie de pasos:

- Posibilitando la contratación en el mercado continuo de los valores nominativos desempeñando el papel de Bolsa centralizadora en relación con las sociedades emisoras para el mantenimiento de su libro registro de accionistas, mediante el proceso de acta múltiple de transferencia única a nivel estatal.
- Implantando con las otras bolsas los procedimientos para compensar y liquidar los valores nominativos por el denominado sistema de fungibilidad.

En 1992 entra finalmente en funcionamiento el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A., de ámbito estatal, asumiendo de forma centralizada las funciones que en esta materia venían desarrollando cada una de las Bolsas. Esto obliga a reducir el personal propio de la Bolsa de Bilbao en un 20%. También entra en vigor la libertad de establecimiento de tarifas por parte de las sociedades y agencias de valores, con lo que supone de incremento de competencia. Ambas modificaciones estaban previstas en la Ley del Mercado de Valores.

En la línea contraria de buscar nuevas oportunidades de negocio, parejas con el pretendido desarrollo del mercado bursátil en España, las Bolsas —y, en particular, Barcelona— promueven la creación de

(5) Según el RD 726/1989, artículo 10, dentro de los dos meses siguientes a la aprobación del balance anual, la sociedad debe modificar la cifra de su capital social para adaptar las participaciones de sus miembros y de las sociedades y agencias de valores que hubieren manifestado su voluntad de incorporarse a la misma, siempre que cumplan con los requisitos impuestos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(6) Madrid cuenta con 48 miembros, Barcelona con 22 y Valencia con 6. Datos al 31 de diciembre de 1993.

(7) Realizada de forma transitoria por las Sociedades Rectoras hasta la implantación del sistema centralizado estatal en 1992.

mercados derivados (opciones y futuros) de acciones y títulos de renta fija. En febrero de 1991 la Sociedad Rectora de Bilbao adquirió un 5,714% del capital social de O.M.Ibérica, S.A., sociedad encargada de poner en marcha el mercado de opciones financieras (8).

Finalmente en marzo de 1993 Bilbao puso en marcha el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores Local, exclusivo de su Sociedad Rectora, para cubrir las funciones de compensación y liquidación por el sistema de anotaciones en cuenta (SAC) de aquellos valores que únicamente estuvieran cotizados en la Bolsa bilbaína.

La Sociedad Rectora es igualmente titular de otras participaciones, v.g., un 9% del Servicio de Coordinación de Bolsas Españolas, CB, creado en 1975 con la misión de controlar la titularidad y depósito de los títulos que cotizan en el mercado de valores.

Apoyo del Gobierno Vasco

La reforma del sistema bursátil y, en particular, la interconexión de las Bolsas en un sistema informático único creó inicialmente considerable preocupación sobre la eventual desaparición de las Bolsas *regionales*, máxime cuando la internacionalización creciente de las Bolsas está produciendo una *fuga* de una parte importante de la contratación de valores españoles a mercados extranjeros (9), debido a factores tales como (i) los menores costes de otros mercados extranjeros; (ii) mayor liquidez y (iii) su mejor organización, adecuada a las conveniencias de los clientes.

(8) La sociedad cambia posteriormente su nombre a MOFEX (Mercado de opciones financieras).

(9) En estimaciones de la Sociedad de Bolsas la contratación exterior de los principales valores españoles ha podido representar en 1993 de entre un 30% a un 40% de las operaciones interiores.

En consecuencia, la Administración Vasca ha realizado una defensa a ultranza de la Bolsa de Bilbao, primero a través de enmiendas a la primitiva redacción de la Ley y, después, por medio de ayudas económicas para reducir los costes operativos de la Sociedad Rectora y facilitar así la instalación de sociedades de valores en la plaza de Bilbao. Finalmente, mediante la creación de una sociedad con el objetivo de promocionar y consolidar Bilbao como plaza financiera.

Las ayudas económicas se han dirigido principalmente a reducir el coste de financiación de la infraestructura de la Sociedad Rectora (edificio de la Bolsa y sistemas informáticos). Así, el Gobierno Vasco aportó 350 Mptas en 1989 a la Sociedad Rectora para financiar su cuota correspondiente a la adquisición de los equipos y aplicaciones que soportan el sistema de interconexión bursátil del mercado de valores español (10), corrió con el 50% de las cuotas de *leasing* de los sistemas informáticos de uso propio para gestionar el sistema de interconexión bursátil y en 1990 adquirió para uso de la Bolsa diversos componentes por valor de 47 Mpts. En la misma línea, adquirió y rehabilitó la tradicional sede de la Bolsa de Bilbao para su uso por la Sociedad Rectora y financió íntegramente (206 Mptas) la citada toma de participación en el mercado de opciones financieras (MOFEX) (11).

En cuanto a las actividades de promoción, el Gobierno Vasco es partícipe (con un 8,56% del capital) junto con los miembros de la Sociedad Rectora

(10) Dicha adquisición se realizó, en realidad, a través de la adquisición de la cuota de titularidad (25%) que corresponde a Bilbao en Sociedad de Bolsas, S.A., encargada de su explotación, Sociedad de Bolsas, S.A.

(11) En 1990 la Sociedad Rectora recibió igualmente una subvención corriente para gastos de explotación por valor de 8 Mptas.

de la Sociedad Promotora Bilbao-Plaza Financiera, S.A. (SPBPF), cuyo objeto social es promover o apoyar proyectos que contribuyan a consolidar Bilbao como centro de decisiones de servicio de una "macro-región de la nueva Europa atlántica en construcción" (en palabras de su presidente, en 1989).

Así, la SPBPF ha llevado a cabo, entre otros, una serie de estudios para analizar la viabilidad de nuevas oportunidades de negocio, en concreto en tres campos: (i) Creación de un mercado de Deuda Pública Vasca; (ii) Viabilidad y requisitos de un segundo mercado bursátil; (iii) Creación de un mercado de deuda titulizada para las pymes.

1.2. Actividad bursátil

Dimensión de la Bolsa

Precio (índice) y volumen de contratación efectiva son los dos

indicadores mas relevantes de la actividad bursátil. Ambos permiten realizar una lectura positiva de la evolución de la Bolsa bilbaína en los últimos años. El volumen y la composición de la oferta disponible de títulos, por su parte, permiten relacionar la estructura de la Bolsa con la del conjunto de la economía. Desde esta perspectiva, la valoración resulta ya algo más negativa.

Empezando por estos últimos indicadores, en el Cuadro n.º 2 se ofrecen los datos de capitalización y número de sociedades admitidas en el ramo de renta variable en las cuatro Bolsas españolas. Una matización previa: La interconexión de los mercados bursátiles hace que pierda mucho de su sentido la característica de cotizar o no en una determinada plaza, toda vez que si cotiza en el mercado continuo es *contratable* desde cualquiera de ellas. La diferencia se mantiene, sin embargo, para los títulos

Cuadro n.º 2. **Capitalización bursátil y sociedades cotizadas en renta variable**

	Madrid	Barcelona	Bilbao	Valencia	Total	Mercado continuo	Corros
CAPITALIZACIÓN (mMptas)							
1993	20.783	19.553	15.028	14.412	21.253	19.706	1.583
1992	13.292	12.425	9.270	9.211	13.961	12.194	1.747
SOCIEDADES ADMITIDAS							
1993	377	320	360	231	763	121	642
1992	399	332	376	236	801	124	677
SOCIEDADES ACTIVAS							
1993	230	182	138	102	616	121	495
1992	380	281	225	190	665	123	542

N.B.: Sociedades activas son aquellas que, estando admitidas a finales del período, han registrado alguna operación a lo largo del ejercicio. Para calcular la capitalización se toma como precio el correspondiente a la última operación. A las sociedades inactivas se les asigna capital 0, por carecer de precio de referencia.

Fuente: CNMV, Informe anual 1993.

Cuadro n.º 3. **Capitalización bursátil 1989-1993**

(En M. Pts.)

	1989	1990	1991	1992	1993
RENTA FIJA			3.151.615	2.453.229	3.078.267
• Obligaciones			2.101.615	1.647.071	
• Efectos públicos			1.050.000	806.158	
RENTA VARIABLE	10.027.600	10.684.378	11.449.751	10.948.969	19.262.268
• Sector no financiero	5.804.400	6.623.646	7.195.554	7.173.049	
• Sector financiero	4.223.300	4.060.732	4.254.197	3.775.920	
TOTAL			14.601.366	13.402.198	22.340.535

Fuente: Bolsa de Bilbao. Memorias.

menos líquidos, que siguen cotizando por el sistema tradicional de corros.

Una primera observación destaca el bajo valor de capitalización, v.gr., en

Cuadro n.º 4. **Volúmenes de capitalización bursátil por sectores**

(En M. pts.)

SECTOR	1989	1990	1991	1992
Bancos	3.713.842	3.663.969	3.660.915	3.379.270
Seguros	240.861	147.357	175.198	160.920
Sdades. inversión mobiliaria	122.293	161.655	101.732	106.962
Otras financieras	213.984	87.751	316.352	128.768
Eléctricas	1.870.770	1.796.070	2.067.211	2.052.098
Mineras	5.794	13.311		
Mineras y metálicas básicas			107.344	71.253
Metalúrgicas	395.140	954.846	528.148	503.931
Químicas y textiles	1.443.801	1.015.553	774.591	733.106
Petróleos			1.028.788	1.104.065
Cementos y mat. construcción			557.794	504.849
Constr. e inmob.	995.395	1.236.725	445.313	231.289
Alimentación	391.247	398.098	316.733	208.618
Transporte y comunicaciones	949.299	1.032.689	1.287.245	1.389.526
Servicios Varios	108.878	176.354	82.387	374.313
TOTAL	10.451.304	10.684.378	11.449.751	10.948.968

N.B: Se incluyen los valores que cotizan en el mercado continuo aunque no estén admitidos a cotización en Bilbao.

Fuente: Bolsa de Bilbao. Memorias.

Cuadro n.º 5. Distribución sectorial de la capitalización en las Bolsas españolas, 1992-1993

(En % sobre el total)

SECTOR	Mercado continuo		Corros (4 bolsas)	
	1993	1992	1993	1992
Bancos	28,2	28,3	14,9	16,3
Seguros	1,1	0,9	7,2	8,5
Sdades. de cartera	4,2	1,3	8,2	6,5
SIM	0,1	0,1	17,7	13,6
Ent. de financiación	0,0	0,0	0,2	0,2
TOTAL S. FINANCIERO	33,5	30,5	48,3	45,1
Petróleo	8,2	9,1	0,0	0,0
Energía y agua	21,2	22,2	0,3	0,9
Minería y metal, básicas	0,7	0,9	2,0	1,7
Cementos y mat. construcción	2,9	2,8	6,2	9,7
Químicas	8,5	9,8	3,8	3,4
Textil y papeleras	0,3	0,4	2,1	2,9
Metal-mecánica	5,5	4,7	10,7	7,5
Alimentación	2,0	2,5	7,7	10,6
Construcción	2,6	2,1	1,2	0,9
Inmobiliarias	1,3	1,1	7,1	8,0
Transportes y comunicaciones	11,2	11,4	7,6	5,2
Otros	2,0	2,7	2,9	4,1
TOTAL NO FINANCIERO	66,5	69,5	51,7	54,9
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0
TOTAL (mMptas)	19.705,9	12.193,7	1.582,7	1.767,3

Fuente: CNMV, Informe anual 1993.

términos de porcentaje sobre el valor del PIB español. La segunda, relacionada con la anterior, repasa en el bajísimo número de empresas activas en Bolsa.

En los Cuadros n.º 3 y n.º 4 se puede ver la evolución del *valor bursátil* (capitalización) del conjunto de títulos de las empresas que cotizan en la Bolsa de Bilbao. En el Cuadro n.º 5 se dan las cifras agregadas para las cuatro Bolsas españolas, distinguiendo el sistema de cotización (mercado continuo o de viva voz).

Dicha cifra depende, claro está, tanto del número y dimensión de las empresas que cotizan como de la evolución de su cotización (12).

En términos de capitalización bursátil, la Bolsa de Bilbao está dominada (en torno al 70%) por Bancos, Eléctricas, Petróleos y Telecomunicaciones

(12) El valor de capitalización no coincide con el del Cuadro n.º 2 por el distinto sistema utilizado. Ver nota a pie de cuadro.

Cuadro n.º 6. Evolución de la contratación bursátil. Bilbao 1989-1993

(En M. Pts.)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
RENTA FIJA	38.510	102.394	86.642	61.488	264.806	467.376
• Obligaciones	20.382	88.552	62.845			
• Efectos públicos	18.128	13.842	23.797			
RENTA VARIABLE	201.983	220.813	216.814	453.924	357.454	549.017
TOTAL	240.493	323.207	303.456	515.412	622.260	1.016.393
% Incremento interanual		34	(6)	70	21	63

Fuente: Bolsa de Bilbao. Memorias anuales. Sólo se contabilizan las compras.

(Telefónica), si bien no es éste un elemento que la diferencie de la de Madrid (si bien pesan 10 puntos menos por su mayor componente de cementeras, alimentarias y sociedades de cartera).

Del dinamismo empresarial para cotizar en Bolsa da idea el que en 1993 sólo 11 empresas fueran admitidas a cotización, de las cuales sólo dos entraron en el sistema continuo, ya que las 9 restantes son sociedades de inversión mobiliaria que entran en el sistema de corros. Aún así el número total de empresas, tanto en Bilbao como en el resto de las Bolsas, retrocede por ser mayor el número de empresas que se excluyen de la Bolsa como consecuencia sobre todo de su inactividad bursátil (que supone incumplir los requisitos para la permanencia en Bolsa).

A pesar de ello, la capitalización bursátil sube de forma impresionante a causa, en su mayor parte, de una única operación: la privatización (y colocación en Bolsa) de Argentería.

Si la capitalización bursátil no sigue —salvo en 1993— una línea expansiva

clara, no puede decirse lo mismo del volumen de contratación (Cuadro n.º 6), que en el caso de Bilbao —excepción hecha del año 1990— muestra crecimientos interanuales muy destacados desde la entrada en vigor de la reforma bursátil por la combinación de varios factores.

En primer lugar, la puesta en marcha del *mercado continuo* ha sido un factor dinamizador de primer orden. El nuevo sistema se puso en marcha 1989 con valores de amplia tradición en el corro bilbaíno (Altos Hornos, Papelera, Tubacex, Nueva Montaña y Nissan), lo que elevó la participación de Bilbao en el mismo, alcanzándose el 20% en algunas sesiones. En 1990 el mercado continuo representa ya el 40% de la contratación total (56% de la renta variable) (13).

En 1992 llega ya al 50% del total contratado, que si se mide sobre los títulos de renta variable asciende a casi el 90% (Cuadro n.º 7). La concentración de

(13) Varía con los meses y con el volumen de contratación en renta fija. V.gr., en abril alcanzó el 77% del total.

Cuadro n.º 7. Transacciones bursátiles según sistema, 1992

	(En %)	
	Sobre su mercado	Sobre total Bolsa
RENTA FIJA	100,0	42,6
• Mercado tradicional	7,9	3,4
• Mercado electrónico	5,4	2,3
• SAC	86,7	36,9
RENTA VARIABLE	100,0	57,4
• Mercado continuo	86,9	49,9
• Mercado tradicional	13,1	7,5
TOTAL	—	100,0

Fuente: Bolsa de Bilbao. Memorias.

valores en la contratación del continuo es muy alta: 5 valores (Iberdrola, BBV, Repsol, Finanzauto —OPA— y Gas Natural) generan en 1992 el 66% del negocio (14).

En segundo lugar, por las operaciones con la *Deuda Pública del Gobierno Vasco* (229.671 Mptas. en 1992), que suponen nada menos que 37% de la contratación total de la Bolsa de Bilbao y que aumentan en un 331% sobre las operaciones del año precedente. Según la Memoria de la Bolsa, las ventajas operativas aportadas por el servicio de anotaciones en cuenta (SAC) de la Sociedad Rectora "han sido una de las causas fundamentales del fuerte incremento experimentado por este tipo de activo", hasta el punto de cambiar sustancialmente el ratio fijo/variable propio de la Bolsa. En efecto, con anterioridad a 1992 las operaciones en títulos de renta fija son poco importantes, salvo en 1989, y dentro de ellas, las

(14) Pero lo mismo sucede en el mercado de corros: 6 valores (Aurora, Carmosa, Megasa, Bansaliber, Bankoa y Bodegas y Bebidas) representan el 77% del total, si bien esto está condicionado por la OPA de Aurora Polar.

obligaciones. En 1989 aumentó un 34% sobre el ejercicio precedente, incremento debido casi totalmente a valores de renta fija (166% de crecimiento) y, en concreto, obligaciones (334%). Los títulos públicos, poco relevantes en esta fecha, se retrayeron (-24%) (15). Pero dado que los títulos de renta fija operaban fuera de los circuitos controlados documentalmente por la Bolsa sólo la cifra relativa a las acciones merece credibilidad (16).

(15) Según la Memoria de 1989, las cifras de negociación de títulos de renta variable son menos fiables porque existe un volumen apreciable de operaciones realizado fuera de corro y no documentado posteriormente durante los dos últimos ejercicios. El dato ajustado arrojaría volúmenes parecidos en 1988 y 1989, próximos a los 115.000 y 118.000 Mptas. respectivamente. P. 34.

(16) Ver nota anterior. Si se incorpora a los datos del cuadro la contratación no documentada (por tanto, la no canalizada por la Bolsa a través de su circuito de Compensación y Liquidación), las cifras crecen sensiblemente dando una visión distorsionada de la importancia de la renta fija en nuestra Bolsa (donde la renta variable supera claramente la contratación de renta fija). De hecho la renta fija se canaliza además por otros mercados, ejemplos habituales son los activos a corto plazo como las Letras y Pagarés del Tesoro, negociados vía Central de Anotaciones en Cuenta del Banco de España, o los Pagarés de Empresa que se negocian en el mercado de las Sociedades Mediadoras del Mercado de Dinero. Pg. 36.

En tercer lugar, la existencia de *operaciones singulares*, de gran volumen, que la Bolsa de Bilbao ha sabido capitalizar y gestionar, en relación con diversas OPAs. Así, en 1988 y 1989 el incremento de compras de acciones es *importante* por la *elevada y atípica contratación de los títulos del Banco Bilbao Vizcaya en los dos últimos meses de 1988, inmediatamente después de la fusión*. En efecto, en bancos se negociaron 129.821 Mptas en 1988 (más del 50% del total de renta variable). En 1989, en cambio, es el sector de construcción e inmobiliarias el soporte del importante crecimiento del año, secundado por el químico y el metalúrgico.

En 1991 se produjo la OPA de Iberduero sobre Hiberdrola (que se materializó por la plaza de Bilbao), lo que contribuyó poderosamente a incrementar la contratación de acciones en un 109%, estableciendo una marca difícil de superar. Por ello, en 1992 la renta variable cae un 21%, a pesar de que se producen unas cuantas OPAs positivas a lo largo del año (8), de las cuales dos figuran entre los títulos de mayor contratación: Aurora Polar (27.433 Mptas) en el mercado de corros y Finanzauto (compras por valor de 14.629 Mptas) en el continuo.

En cuarto lugar, durante estos años se da un buen número de incorporaciones a Bolsa y/o ampliaciones de capital que contribuyen a aumentar contrataciones y capitalización bursátil.

Siete nuevas empresas entraron a cotizar en Bilbao en 1989, diversificando la oferta, con Repsol; Aceprosa y Bodegas Bobadilla (alimentación); Nicolás Correa (Siderometalúrgica); Texsa (materiales de construcción); Radiotróica (Telecomunicaciones) y Xey (Varios). La Memoria anual añade, con todo, una significativa súplica en el sentido de que considera *"necesario que la vocación*

bursátil mostrada por las empresas al acudir al parquet tenga continuidad ofreciendo mayor liquidez y utilizando las posibilidades de financiación que ofrece el mercado primario, por vía de ampliaciones de capital o a través de emisiones de bonos convertibles, modalidad que está siendo crecientemente empleada por las empresas, además de ser bien acogida por los inversores"(pág. 37).

El año 1990 ha sido, en cambio, calificado por el presidente de la Bolsa como *"el peor de la década"* (invasión de Kuwait, etc.) por la caída en el índice general (27,9%), superando la caída de 1982 (13,25%). No obstante, se incorporan valores nominativos a la contratación en el continuo y se cotizan valores extranjeros (Commerzbank, Volkswagen). Como nuevas empresas admitidas a cotización se encuentran Viscofan, Algodonera San Antonio, Azkoyen (17), Volkswagen (21 millones de títulos), Estacionamientos Subterráneos y Corporación IB-MEI, y se confirman las admisiones provisionales de otras ocho. Además se admite la cotización de 8 sociedades de inversión mobiliaria. Por contra, se dan de baja 19 sociedades (5 por disolución, 2 por fusión o absorción, y 12 por acuerdo de la CNMV).

Por ampliaciones de capital en 1990 aumentó la capitalización bursátil en 61.581 Mptas (si bien el desembolso efectivo fue sólo del 79% del nominal ampliado, lo que implica la emisión de acciones contra reservas) y por conversión de bonos, obligaciones y *warrants* en 221.871 Mptas (con una prima media de 185% sobre el nominal). Ambos tipos de intervenciones suponen un incremento del 3% sobre el nivel final de 1989. En renta fija se admitieron a

(17) Las tres primeras cotizan en Bilbao para ser admitida su entrada en el mercado continuo.

Cuadro n.º 8. Contratación en las cuatro Bolsas españolas en 1993

	(En M. pts.)				
	TOTAL	MADRID	BARCELONA	VALENCIA	BILBAO
RENTA FIJA	2.313.475 (100)	1.757.891 (76)	81.994 (4)	6.230 0	467.360 (20)
RENTA VARIABLE	6.569.768 (100)	5.553.980 (85)	415.864 (6)	50.907 (1)	549.017 (8)
TOTAL	8.883.243 (100)	7.311.871 (82)	497.858 (6)	57.137 (1)	1.016.377 (11)

Fuente: Bolsa de Bilbao.

cotización 27 emisiones privadas (351.306 Mptas) y 7 de efectos públicos (111.300 Mptas).

En 1992 han sido admitidas nuevas acciones (por cotizar nuevas empresas, por ampliaciones de capital de empresas ya cotizadas, por conversiones de obligaciones en acciones o por fusiones o absorciones 335.099 Mptas (a precios nominales), lo que representa un 2% sobre la capitalización del ejercicio precedente. Por otro lado, 38 sociedades han sido dadas de baja por falta de actividad.

Las salidas a Bolsa de Repsol en 1990, Argentaría en 1993 y, previsiblemente, Endesa en 1994, han supuesto importantes incrementos de operaciones bursátiles.

Sin embargo y contra lo que cabría esperar, es inapreciable la aportación de los Fondos de Inversión, que ya superan los 10 Bptas. en 1993, puesto que apenas se han posicionado en activos bursátiles. Sí pueden tener incidencia en la reducción del número de operaciones, que se han reducido a casi la mitad [de

474.776 en 1991 a 283.423 en 1992 (18)], lo que puede indicar una progresiva institucionalización de la operativa bursátil (y, por contra, un alejamiento del pequeño inversor, en beneficio de los fondos de inversión mobiliaria).

Al término del período considerado, Bilbao ha aumentado su cuota de mercado dentro del conjunto de Bolsas españolas, a gran distancia de la de Madrid, pero por delante de Barcelona.

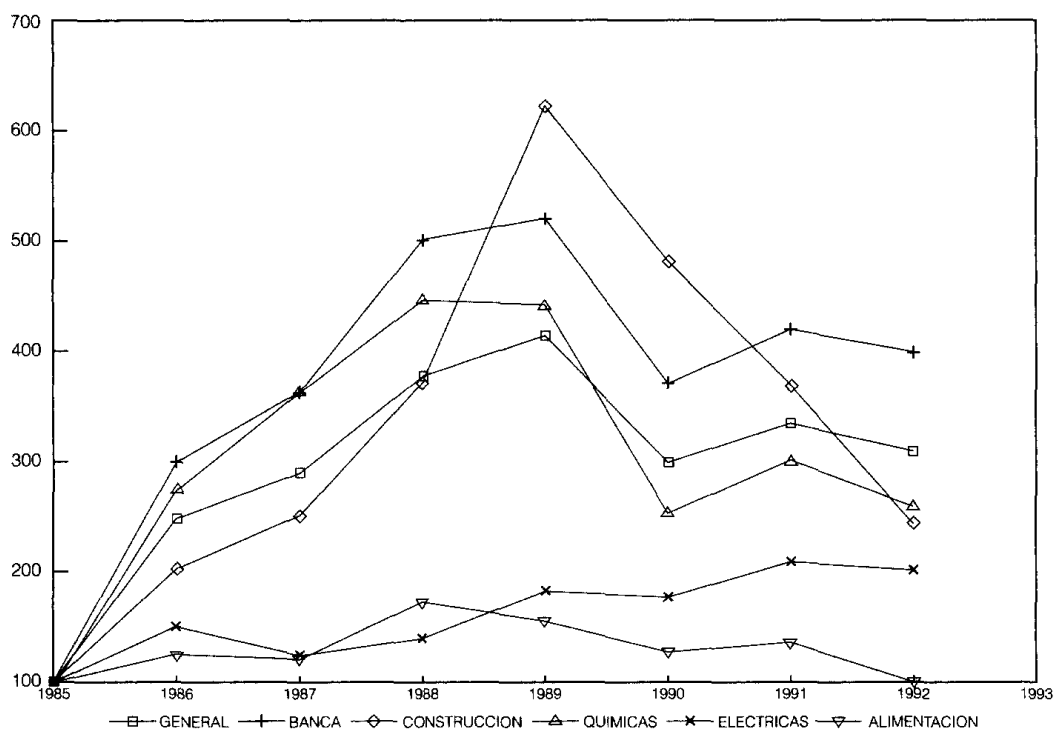
La evolución de las cotizaciones está muy mediatizada por el sector bancario, por su fuerte peso dentro del total de transacciones (19). 1986 es el año cumbre en materia de revalorización bursátil en Bilbao, ya que el índice (ver Gráfico n.º 1) subió un 151% de enero a diciembre, empujado principalmente por la banca (201%), empresas químicas (177%) e inmobiliarias (106%). En 1987 se produce un crack en el mes de octubre que pone al descubierto el marcado carácter especulativo de la subida precedente, a

(18) El importe de la compra media se dobla, pasando, aproximadamente, de 1,1 Mptas a 2,2.

(19) El sector bancario pondera cerca del 57% en el índice general.

Gráfico n.º 1: **Evolución del índice bursátil, 1986-1993**

(Índice al 31 de diciembre)



pesar de lo cual la revalorización acumulada es del 16%. En 1988 se logra un crecimiento del índice del 30%, con *"un mayor contacto del mercado de valores con la realidad económica del momento, lográndose una alta correlación con los crecimientos de los beneficios de las sociedades cotizadas en Bolsa"* (Memoria 1989, p. 31). En 1989, en cambio, la revalorización del índice general es de sólo un 9,25%, para retroceder después. 1993, en cambio, ha supuesto la vuelta a la fase alcista (propiciada por la caída de los tipos de interés, más que por las expectativas de rentabilidad de las empresas), alcanzando un nuevo máximo histórico.

A modo de resumen

Es notorio el crecimiento que alcanza la negociación en renta fija en Bilbao,

máxime cuando se produce primero un retroceso en los años 1990 y 1991. En 1993 se acerca considerablemente al 50% de la contratación (frente a sólo 12% en 1991). Este crecimiento se da en un contexto bursátil expansivo, pero crece más en renta fija que en el total. La apertura del sistema de anotación en cuenta para negociación de la deuda pública es el primer elemento explicativo de esta expansión.

Ciertamente, no hay una correspondencia clara entre el comportamiento del mercado bursátil y el ciclo macroeconómico o empresarial: Sin ser independiente de ellos (20), la Bolsa

(20) La evolución de los tipos de Interés afecta lógicamente a los mercados secundarios de renta fija, pero también a los de renta variable, como indicador del coste de oportunidad.

española responde en este período a su propia coyuntura, ligada a determinadas operaciones importantes, v.gr., OPAs ligadas a fusiones y adquisiciones que trastocan los índices bursátiles, dado lo exiguo del volumen total. Así, Bilbao canaliza buena parte de los canjes de acciones derivados de las fusiones de Iberdrola y BBV.

La concentración de valores en unos pocos sectores es clara: Banca (31%), Energía (19%), Comunicaciones (13%) y Petróleos (10%) componen el 72% de las acciones admitidas a cotización bursátil, lo cual guarda poco paralelismo con el peso directo que dichos sectores tienen en la actividad productiva vasca.

Resulta así que, por ejemplo, 1993 ha sido un año excelente en la historia bursátil española, cuando la recesión macroeconómica ha alcanzado su apogeo. Es evidente, pues, que la Bolsa no es un termómetro de la situación empresarial. A ello no es ajeno el fuerte peso inversor que alcanzan los agentes extranjeros en las compraventas de títulos españoles: "Una de cada dos operaciones realizadas en la Bolsa española a lo largo de 1993 ha sido de inversores privados e instituciones extranjeras" (21).

2. LA BOLSA Y LA FINANCIACIÓN EMPRESARIAL. EL SEGUNDO MERCADO

2.1. La Bolsa como instrumento de financiación

Históricamente la Bolsa ha sido un lugar de contratación en el que las empresas que requerían financiación

podían captar fondos del mercado (o sea, de los *ahorradores* o inversores particulares) a cambio de una *promesa* de retribución con cargo a los beneficios futuros de la empresa. Esta faceta de la Bolsa (*mercado primario*) la convertía en una alternativa al sistema bancario, haciendo posible que las empresas financiaran sus inversiones sin recurrir al endeudamiento (emitiendo acciones) — captando, por tanto, nuevos *socios anónimos*— o bien, endeudándose en condiciones más favorables que las ofertadas por el sistema bancario (emitiendo obligaciones a largo plazo o pagarés a corto).

Para que los valores que emiten las empresas resulten *atractivos* al inversor frente otras opciones, la empresa debe garantizar (i) rentabilidad obtenible a través de *dividendos* y de *plusvalías* que adquiera la cotización del propio título; (ii) seguridad; (iii) liquidez. Los dos primeros requisitos son, con frecuencia y dentro de ciertos límites, antagónicos, en el sentido de que empresas o *actividades* de mayor riesgo pueden ofrecer mayores rentabilidades y el inversor financiero deberá calibrar sus opciones en función de sus preferencias. Pero en todo caso las empresas deben estar en condiciones de ofertar *liquidez*, es decir, un volumen *adecuado* y frecuente de contrataciones de sus títulos, por dos motivos principales: Primero, para que no haya posibilidades de *manipular* arbitrariamente los precios, como sería el caso si el número de acciones en circulación fuera muy pequeño y, por ello mismo, su precio muy sensible a un pequeño volumen de ventas o de compras. Segundo, para permitir la desinversión en cualquier momento, sin sufrir por ello una fuerte penalización en el precio de venta. Esto —y los requisitos de publicidad e información— impone grandes restricciones al número de empresas que pueden acceder al mercado en condiciones provechosas.

(21) Antonio Zoido, presidente de la Bolsa de Madrid, al presentar la memoria anual de 1993. 5 Días, 7.1.1994.

Cuadro n.º 9. Emisiones y ofertas públicas registradas en la CNMV, 1991-1993

(En miles de millones de pesetas)

	1993	1992	1991
EMISIONES	4.088	3.665	3.054
Ampliaciones de capital	358	254	174
Renta fija	3.729	3.410	2.872
Bonos/obligaciones convertibles o canjeables	12	105	121
Warrants	1	1	8
OFERTAS PUBLICAS DE VENTA O SUSCRIPCIÓN	297	9	12
TOTAL	4.386	3.674	3.066

Fuente: CNMV. Informe anual 1993.

En otros términos, es muy escaso el número de empresas que pueden encontrar en la Bolsa una alternativa financiera al endeudamiento bancario.

En el caso de Bilbao, el número de empresas admitidas a cotización se limitaba a 360 a fin de 1993, siendo mayor el número de empresas que se han retirado en los últimos años (la mayoría a instancias de la CNMV, por falta de actividad) que las que se han dado de alta. Aún así, de ellas sólo el 40% permanece activo.

La entrada de nuevos títulos de renta variable es sólo una de las vías por las que puede aumentar el volumen de fondos captados a través de la Bolsa. La principal, sin embargo, suele ser la ampliación de capital de las empresas que ya están admitidas a cotización (u otras, tales como la conversión de obligaciones en acciones (22) o las opciones o *warrants*).

(22) En sí misma no da lugar a nuevos fondos para la empresa, aunque cambie su naturaleza jurídica. En todo caso, dan lugar a un aumento de transacciones bursátiles.

Los datos de los últimos tres años se recogen en los Cuadros n.ºs 9 a 11.

Frente a este reducido papel como *suministrador de fondos* al sistema productivo, la Bolsa juega un papel de *reciclador* de los fondos invertidos que cambian de mano entre los inversores financieros en función de sus necesidades de liquidez o sus apreciaciones sobre la conveniencia de mantener posiciones en un determinado valor. Este mercado *secundario* da lugar a la inmensa mayoría de las operaciones bursátiles. Evidentemente, el mercado secundario incide poderosamente sobre el mercado primario, ya que las vicisitudes por las que atraviesa un título en él (precio, rentabilidad, liquidez), al ser un reflejo de la percepción de dicho valor por parte del mercado, condicionan las posibilidades de nuevas emisiones.

Si ya existe una fuerte concentración de valores en términos de capitalización (títulos en oferta potencial), la contratación efectiva está mucho más

Cuadro n.º 10. **Admisiones a negociación en mercados secundarios, 1991-1993**

(En miles de millones de pesetas)

	1993	1992	1991
BOLSA	497,1	605,1	1.306,1
Total admisiones renta fija	212,6	349,9	746,0
Obligaciones convertibles Total admisiones	14,1	136,9	55,8
renta variable	284,4	254,8	862,3
Ampliaciones de capital	152,6	82,1	95,7
Conversión empréstitos	19,7	39,9	39,5
Fusiones y transformaciones	12,0	111,8	177,8
Primeras admisiones	2,8	14,6	239,2
Oferta pública suscripción	97,3	0	0
Primeras admisiones segundo mercado	0,0	6,4	310,0
Total admisiones warrants	0,0	0,5	7,6
MERCADO AIAF	2.336,9	1.007,8	—
Pagarés de empresa	1.709,1	608,1	—
Otros renta fija	627,8	399,7	—

Fuente: CNMV, Informe anual 1993.

Cuadro n.º 11. **Contratación efectiva en renta variable. Bolsas españolas, 1992-1993**

(En miles de millones de pesetas)

	1993	1992	Variación (%)	Cuota (%)
TOTAL	6.508,0	4.450,3	46,2	100,0
Mercado continuo	6.270,6	3.952,3	58,7	96,4
Corros	237,4	497,9	-52,3	3,6
Madrid	157,1	294,6	-46,7	66,2
Barcelona	40,3	138,5	-70,9	17,0
Bilbao	29,0	46,6	-37,8	-39,6
Valencia	11,0	18,2	-39,6	4,6

Fuente: CNMV, Op. cit.

Cuadro n.º 12. **Distribución sectorial de la contratación en las Bolsas españolas, 1992-1993**

SECTOR	Mercado continuo		Corros (4 Bolsas)	
	1993	1992	1993	1992
Bancos	35,0	23,5	8,5	13,9
Seguros	0,8	0,8	0,3	22,5
Sociedades de cartera	1,2	1,8	4,5	3,1
SIM	0,0	0,1	21,6	10,8
Ent. de financiación	0,0	0,0	0,9	0,3
TOTAL S. FINANCIERO	37,0	26,2	35,7	50,7
Petróleo	9,8	10,6	0,0	0,0
Energía y agua	21,4	19,5	0,2	0,3
Minería y metálicas básicas	1,6	2,8	1,5	1,1
Cementos y mat. construcción	4,3	10,8	5,2	8,3
Químicas	0,6	1,2	3,3	3,3
Textil y papeleras	0,6	0,7	1,5	3,1
Metal-mecánica	1,2	1,1	8,4	4,6
Alimentación	3,1	4,5	13,0	12,6
Construcción	4,9	4,5	2,5	0,4
Inmobiliarias	2,3	3,0	5,5	7,4
Transportes y comunicaciones	12,4	12,6	19,5	4,9
Otros	1,0	2,5	3,8	3,5
TOTAL NO FINANCIERO	63,0	73,8	64,3	49,3
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0
TOTAL (mMptas)	6.270,6	3.952,3	236,7	497,9

Fuente: CNMV, *Op. cit.* Cfr. cuadro 5.

concentrada, con una clara dominancia del sector bancario.

La Bolsa como mercado físico

La formación de una única Bolsa estatal a través de la interconexión bursátil del mercado continuo ha *deslocalizado* la Bolsa, aún cuando las transacciones se sigan asignando a una Bolsa determinada. De hecho, en la Bolsa de Bilbao se realizan transacciones no sólo

sobre los títulos allí admitidos a cotización sino, además, sobre todos los valores presentes en el mercado continuo. Por lo tanto, la Bolsa se convierte en un lugar donde se concentran los servicios financieros a través de los cuales se accede a las transacciones de los títulos bursátiles... que pueden estar en cualquier lugar y ni siquiera dar lugar a movimientos físicos de los mismos. Esto lo reconoce la Bolsa cuando en su memoria de 1992 incluye en el volumen de capitalización bursátil la

Cuadro n.º 13. **Media de la mediana de contratación**

	Corros	CATS	Variación
Valores de baja liquidez	7.189.363	6.255.277	-1.3%
Valores de alta liquidez	135.476.933	181.613.276	34%

Fuente: Sociedad de Bolsas, en base a una muestra de 38 valores de alta y baja liquidez.

correspondiente a los valores del mercado continuo, aun cuando no hayan sido específicamente admitidos a cotización en la Bolsa de Bilbao. En 1993 el 90% de los valores cotizan en el mercado continuo (23).

Estrechez del mercado

Excluyendo la contratación de títulos públicos, todo el juego de la Bolsa se concentra en un número muy limitado de valores de muy pocas empresas. Y es natural que sea así, ya que el inversor busca rentabilidad dentro de un nivel (variable, según el tipo de inversor) de seguridad. Así, en un día cualquiera la mitad de la actividad bursátil puede estar concentrada en tan sólo siete empresas (24). En concreto, la Bolsa de Bilbao es una Bolsa *dominada* por los valores bancarios (*cfr. supra*, Gráfico n.º 1).

(23) Dicho fenómeno posibilita que la cifra de *compras* de valores sea distinta de la cifra de *ventas*, ya que comprador y vendedor pueden estar operando desde plazas distintas.

(24) V.gr., el 15 de marzo de 1994 se intercambiaron 16,8 millones de acciones en la Bolsa de Madrid, con un importe de 32.141 millones de pesetas. De ellas, 58% correspondieron a valores de siete empresas: Repsol (14%), Telefónica (14%), Iberdrola (9%), Endesa (7%), BBV (4%), Argentaría (4%) y Banco de Santander (4%). El máximo histórico en contratación bursátil (al 19 de enero) estaba situado en 47.388 Mptas. Datos de 5 Días.

Consecuentemente, el índice de la Bolsa sigue de cerca las vicisitudes de esos pocos pero importantes valores.

La propia Bolsa de Bilbao atribuye al mercado bursátil (español) un carácter de *ineficacia estructural* fruto de su estrechez, reducido tamaño, falta de liquidez y orientación especulativa.

i. Estrechez del mercado

Con sólo 65 valores se obtiene el 76% de la contratación y el 66% de la capitalización del conjunto de la Bolsa española (25). El cambio del sistema de contratación, es decir, la sustitución de los *corros* por el CATS, ha acentuado la concentración en unos pocos valores: Los valores líquidos aumentan su contratación y la de los menos líquidos disminuye.

ii. Falta de liquidez

La falta de liquidez no es sólo un problema de volumen de operaciones: lo es, sobre todo, de volatilidad del precio ante una compraventa de un volumen dado: Es necesaria una operación de 17 Mptas por término medio para hacer

(25) Bolsa de Bilbao, *Modelo de Bolsa de Bilbao para la implantación del mercado bursátil de medianas empresas*, junio 1992.

Cuadro n.º 14. **Inversiones financieras de familias e instituciones españolas, 1988-1992**

	1988		1992	
	Mptas.	%	Mptas	%
Acciones	7.587,5	16,6	6.435,2	9,7
Participación en fondos	646,7	1,4	5.530,7	8,4
Subtotal	8.234,1	18,0	11.965,9	18,1
Total activos financieros	45.635,0	100,0	66.232,8	100,0
Patrimonio financiero neto	24.967,3	54,7	33.943,5	51,2

Fuente: Banco de España.

N.B.: El patrimonio financiero neto es igual al saldo entre activos financieros menos pasivos financieros (créditos recibidos)

variar el precio de un valor líquido, mientras que basta con 0,5 Mptas para mover los precios de valores de baja liquidez (26). La operativa del CATS ha producido un aumento de la volatilidad (dentro de cada sesión) para todos los valores cotizados, pero el incremento es mayor en los menos líquidos. Esto resulta muy importante habida cuenta de cómo opera el mecanismo de precios: En valores poco líquidos se cruzan operaciones a muy distinto precio durante la sesión, lo que permite a los *iniciados* seleccionar el momento propicio para su transacción.

En conclusión, el mercado continuo no es un mecanismo adecuado para valores poco líquidos.

Por lo tanto, la Bolsa de Bilbao corre el riesgo de configurarse como un mercado secundario para títulos públicos y con un papel secundario como mercado primario (terminal de un mercado computarizado único) para un exiguo número de

grandes empresas, al que acceden directamente un número también reducido de grandes inversores o gestores de patrimonios privados. Los pequeños inversores tenderán a desaparecer de la Bolsa debido a que:

- i. Optarán paulatinamente por invertir en fondos de inversión mobiliaria, que reducen sus riesgos (también sus posibilidades de ganancias) y su necesidad de seguir la información bursátil.
- ii. Actúan a través de gestores de carteras, bien sean bancos o sociedades financieras *ad hoc*.

En efecto, en el conjunto español familias e instituciones sólo invierten el 10% de su patrimonio *financiero* directamente en bolsa (datos a fin de 1992, 5 Días. 10.9.93), con un nítido retroceso desde 1989, tanto en valores absolutos (6.435 Mptas frente a 8.136) como en relativos sobre el total de su patrimonio financiero (9,7% frente a 15,7%). Lo que pasa es que trasvasa la inversión bursátil hacia los fondos de inversión colectiva (Cuadro n.º 14).

(26) Bolsa de Bilbao, *op. cit.*, pg. 8.

Cuadro n.º 15. **Patrimonio gestionado por fondos de inversión colectiva, 1993**

	Miles de Millones de pts.	%
TOTAL FONDOS:	10.295	100,0
De los que Fondtesoro	955	9,3
FIAMM:	4.737	46,0
De los que Fondtesoro	459	4,5
FIM:	5.558	54,0
De los que Fondtesoro	496	4,8
De los restantes (libres):		
Renta fija	3.930	39,2
R. fija mixta	883	8,6
R. variable mixta	131	1,3
Renta variable	118	1,1

Fuente: Ahorro Corporación.

Mientras tanto la Bolsa quedará como lugar de encuentro de grandes inversores institucionales, los fondos de inversión mobiliaria y, sobre todo, los fondos de pensiones, compañías de seguros y entidades asimilables. Aún así, hay que indicar que ésta es la tendencia previsible (y que ya se ha materializado en otros países con mercados bursátiles más avanzados), porque de momento el papel de los FIM y de los restantes inversores institucionales citados es muy limitado.

En efecto, "de los *fondos de pensiones* actuales, alrededor de un 3% de su patrimonio acude a la renta variable, mientras que el gran montante se canaliza a la renta fija y, sobre todo, a la deuda. Hay, por lo tanto, un elevado grado de conservadurismo ...que no se produce en otras economías" (27).

En cuanto a los fondos de inversión

colectiva, tras el auge de los dos últimos años, los fondos españoles representan el 6% del total de activos netos administrados por instrumentos de inversión colectiva en la CE (que a su vez representa el 31% mundial). El peso español ha de crecer, dada su *juventud*: actualmente representan el 15% del PIB frente al 25% en *otros* países. Otra diferencia notable del caso español es el peso más que proporcional de los fondos de dinero (aunque superado por Francia). En Gran Bretaña dominan claramente los fondos en renta variable (95%, pero se supone que en número de fondos, no en valor), así como en Suecia (70%), mientras que España está "a la cola de los países que invierten en activos de fondos en renta variable" (28).

Con datos a fin de 1993, la distribución aparece reflejada en el Cuadro n.º 15.

(27) 5 Días, 26.11.1993.

(28) 5 Días, 25.10.1993.

Cuadro n.º 16. Contratación en el mercado primario, 1992

(Miles de Millones de ptas.)

EMPRESAS	RENTA FIJA	RENTA VARIABLE	
		Ampliación	Conversión
Hasta 250 trabajadores (7) De	5,4	1,4	0,9
250 a 500 trabajadores (2) Más	7,3	0,3	9,5
de 500 trabajadores (20) No	282,5	54,1	21,6
clasificadas (4)	59,7	17,4	0,1
TOTAL (43)	354,9	73,2	32,0

Fuente: Bolsa de Madrid. Promoción de mercado.

Como puede comprobarse en dicho cuadro, hoy por hoy los fondos prestan una mínima atención a la Bolsa: De cada 100 pesetas administradas por los fondos de inversión en torno al 2% se destina a la inversión en Bolsa. Lo cual es claramente insuficiente desde la perspectiva de la financiación empresarial.

2.2. Las PYMES y la Bolsa

La cotización en Bolsa está asociada a

la imagen de empresas de gran dimensión, lo cual es evidente a la vista de cuáles son los principales valores cotizados en las Bolsas españolas. Si se excluyen las empresas financieras, sigue siendo cierto que son las empresas de mayor dimensión las que dominan el mercado. En los Cuadros n.ºs 16 y 17 (referidos a la Bolsa de Madrid), y con datos de 1992, se comprueba que:

— En materia de nuevas emisiones de títulos, por tanto, captación de

Cuadro n.º 17. Contratación en el mercado secundario, 1992

(Miles de Millones de ptas.)

EMPRESAS	RENTA FIJA	RENTA VARIABLE
Hasta 250 trabajadores (62) De	30,4	166,2
250 a 500 trabajadores (28) Más	1,3	156,7
de 500 trabajadores	248,5	945,1
TOTAL (168)	280,2	1.268,0

Fuente: Bolsa de Madrid. Promoción de mercado.

Cuadro n.º 18. El segundo mercado bursátil en 1993

	Número de Empresas		Capitalización bursátil		Contratación efectiva	
	1993	1992	1993	1992	1993	1992
Barcelona	23	21	6.248	5.910	1.143	793
Madrid	2	2	9.030	7.869	52	147
Bilbao	6	4	2.370	75	288	6
TOTAL	31	27	17.648	13.858	1.482,9	946

Fuente: CNMV

nuevos fondos para la actividad productiva, las empresas con más de 500 empleos cubren el 80% y el 72% de las emisiones en renta fija y renta variable.

- En el mercado secundario (transacciones de títulos entre inversores) corresponde también al estrato de mayor dimensión el grueso de las operaciones: 89% en títulos de renta fija y 75% en renta variable.

La presencia de empresas con menos de 250 empleos es relevante (62 empresas sobre un total de 168 en el mercado secundario y 7 sobre 29 en el primario), pero en términos de volumen de transacciones los resultados se ven afectados, claro está, por el mayor volumen movilizado por las empresas grandes.

La operatividad de los segundos mercados en España es nula, confirmando el fracaso augurado desde su implantación. Baste para confirmarlo recurrir al dato del volumen efectivo de contratación de los valores de las 31 empresas que cotizan en el segundo mercado de Madrid, Barcelona (la más activa) y Bilbao en 1993: 1.483 Mptas,

que representan un triste 0,02% del volumen total contratado en el conjunto de la Bolsa española, por otro lado uno de los mejores ejercicios bursátiles. En Bilbao sólo figuran 4 empresas (hay otras dos, inactivas), con una capitalización bursátil de 2.370 Mptas, que dieron lugar a una contratación efectiva de 287,9 Mptas. (0,05% de la contratación efectiva del mercado bilbaíno) (Cuadro n.º18).

La falta de liquidez de estas inversiones y la ausencia de incentivos fiscales específicos son los dos factores más citados para explicar este raquítico desarrollo (29).

Los resultados conseguidos en otras Bolsas europeas distan mucho de ser un éxito, a pesar del número significativo de entradas en Bolsa en el quinquenio 1985-1990 (prácticamente paralizado después) en Gran Bretaña, Francia o Alemania, donde el desarrollo del mercado y de los hábitos bursátiles es notablemente

(29) La solución no pasa por reducir los requisitos para la admisión a la cotización. En la Bolsa de Madrid sólo se exigen 25 Mptas de capital. Pero un volumen tan bajo no ofrece oportunidad de negocio bursátil.

Cuadro n.º 19. **Empresas en segundos mercados europeos. 1985-1990**

(En miles de millones de pesetas)

	FRANCIA	GRAN BRETAÑA	PAÍSES BAJOS	ALEMANIA
1985	131	337	42	n.d.
1986	186	353*	48*	n.d.
1987	265	369	54	n.d.
1988	290	420	60	n.d.
1989	303	448	64	522
1990	300	425	65	557

Fuente: Commission des Opérations de Bourse. N.d.: Dato no disponible. * Estimación

superior (Cuadro n.º 19). Así, el segundo mercado representa el 6,7% de la capitalización bursátil de la bolsa francesa en 1991, unas 150 veces el volumen del segundo mercado español.

¿Qué significa, por tanto, la Bolsa para las empresas de, v.gr., más de 250 empleos (30) existentes en el País Vasco y en el resto del Estado? Y, sin embargo, todos los diversos análisis sobre la estructura y necesidades financieras de las empresas vascas inciden en: (i) la debilidad de su *ratio* de fondos propios sobre el total de fondos permanentes de la empresa; (ii) la debilidad del *ratio* de fondos a largo plazo sobre el total de fondos permanentes; (iii) la *excesiva* dependencia de las empresas con relación al sistema bancario como proveedor de fondos ajenos.

La ineficiencia del mercado bursátil desde la óptica de la financiación empresarial se debe, a juicio de los gestores de la Bolsa bilbaína, a dos causas principales:

(30) Cuyo valor financiero habrá de estar por encima de los 2.000 Mptas, por término medio.

La escasa representatividad del mercado bursátil español y la ausencia de oferta relevante. En efecto, las empresas admitidas a cotización no representan a los sectores económicos que lideran el crecimiento español de los años ochenta y noventa. Además, la dimensión de las empresas cotizadas es pequeña comparada con otros mercados, sin que existan grandes posibilidades de ampliar el mercado potencial. Las salidas a Bolsa se consideran en términos generales como fracasos *relativos*, en la medida en que los tipos de cotización han caído al poco tiempo por debajo del precio de salida (31).

(31) El precio de salida se fija normalmente en función de un multiplicador de tipo *PER* del sector de actividad. Esto lleva a que en coyunturas alcistas el precio de salida sea demasiado alto para los resultados que puede asegurar la empresa o, a la inversa, que en coyunturas bajistas el empresario no se anime a vender en Bolsa parte de su capital si se trata de un sector en el que cotizan empresas de baja generación de fondos, porque entonces el precio de salida es demasiado bajo.

- La inexistencia de una estructura consolidada de inversión *institucional* capaz de ofrecer un fondo de liquidez permanente al mercado y una orientación a largo plazo de la inversión.

La ampliación de la base de empresas con cotización bursátil es, pues, una tarea pendiente de la Bolsa bilbaína. No es casual, por tanto, que uno de los primeros proyectos abordados por Bilbao-Plaza Financiera de cara al desarrollo de la Bolsa de Bilbao haya sido precisamente el de su *conversión* en una Bolsa específica para *pymes*.

La efectiva creación de un mercado para títulos de pequeñas y (sobre todo) medianas empresas se enfrenta a numerosos obstáculos. En primer lugar, los que surgen del lado de tales empresas (por los costes y *riesgos* que implica su salida a Bolsa y el mantenimiento posterior de la cotización). En segundo lugar, por las mayores dificultades para generar *mercado*, dificultades ligadas a (i) la disponibilidad de información sobre la marcha efectiva de tales empresas, lo que incide en un mayor riesgo; (ii) el menor volumen del mercado efectivo de esos títulos, lo que incide en la liquidez y variabilidad del precio de las acciones (32).

Esto hace que los segundos mercados, aún cuando se desarrollen, hayan de conservar un marcado carácter regional o local, cercano a las empresas cotizadas. Los *primeros* mercados, progresivamente centrados en unos pocos valores realmente importantes, tienden a globalizarse o mundializarse a través de la unificación de los sistemas informáticos que les sirven de soporte. Los segundos mercados, por contra, han de tender a

localizarse y, sin perjuicio de su incorporación a sistemas informáticos interconexiónados, depender de intermediarios y fuentes de información con un marcado componente local: Sociedades de desarrollo regional, Sociedades de inversión y de capital riesgo, etc. Su papel, además, no se limitará a la información sino a la intermediación.

Precisamente en este carácter *local* reside su papel de posible nicho de negocio defendible frente a la competencia de una globalización de las Bolsas principales. La Bolsa de Bilbao puede, además, encontrar en la intermediación de títulos de medianas empresas una *especialización* alternativa frente a, por ejemplo, la opción de la Bolsa de Barcelona de asumir el protagonismo en el mercado de productos derivados. Su mayor o menor éxito dependerá, de todos modos, de que consiga captar una base importante de empresas *cotizables* en su entorno inmediato.

Los segundos mercados de carácter local pueden jugar, por otra parte, un papel importante para el desarrollo de otro instrumento de financiación empresarial, las sociedades de capital riesgo, para las que resulta importante contar con instrumentos de *desinversión* institucionalizados.

La oferta de fondos de capital riesgo en España está lejos del nivel medio (ponderado en relación con el PIB de cada país) de la Unión Europea y, todos los países en general, están lejos del nivel del Reino Unido, tanto en base al importe acumulado por los fondos como al volumen de inversión efectiva en el año 1992 (Cuadro n.º 20). El desarrollo de las sociedades de capital riesgo tiene, desde luego, una problemática propia, pero mantiene un punto de conexión con la del desarrollo de los segundos mercados.

(32) Lo mismo es aplicable a los títulos de deuda que emitieran estas empresas.

Cuadro n.º 20. **Capital riesgo en Europa, 1992**

	(Millones de ECU)		
	1992	% Stock/PIB	% ICR/FBCF
Alemania	3.886	0,3	0,3
Bélgica	842	0,6	0,5
Dinamarca	282	0,3	0,1
España	1.158	0,3	0,1
Francia	7.501	0,8	0,5
Grecia	21	0,0	0,1
Irlanda	341	1,0	0,4
Italia	4.020	0,5	0,3
Países Bajos	1.560	0,7	0,5
Portugal	168	0,4	0,4
Reino Unido	16.716	2,2	1,2
TOTAL UE	36.495	0,8	0,5

Fuente: EVCA. Elaboración propia.

FCR: Fondos (stock) de capital riesgo.
ICR: Inversión de capital riesgo en el año.
FBCF: Formación bruta de capital fijo.

2.3 Bases para el éxito de un mercado bursátil de PYMES

Las dificultades *de partida* son conocidas: Requisitos de información a terceros a los que no se está acostumbrado (cuentas auditadas, información periódica sobre los estados de situación, además del folleto y memoria explicativa de la emisión inicial) y temor a la pérdida de control sobre la propiedad de la empresa, en particular cuando la estructura accionarial de la empresa es de carácter familiar. Las siguientes dificultades tienen que ver con el *coste económico* de la salida a Bolsa.

A medida que se va generalizando la práctica o la exigencia legal de auditar las cuentas la primera dificultad se va disolviendo.

Los costes de la emisión pueden también reducirse:

- Agilizando procedimientos de admisión. El plazo medio para obtener la admisión en Bolsa es de tres meses.
- Reduciendo los costes de salida y costes operativos, tales como diseño, colocación y aseguramiento de la operación; edición del folleto de emisión; tasas de la CNMV; tasas de estudio y tramitación del expediente de admisión, derechos de admisión y de permanencia en la cotización (hay bonificación del 50% en el segundo mercado). En cualquier caso, la salida a Bolsa siempre será un procedimiento costoso que sólo se puede contemplar en el caso de empresas medianas, de cierta dimensión (33).

(33) En el mercado británico es dudosamente rentable acudir a Bolsa por necesidades de financiación inferiores a 1,25 MECU (200 Mptas), ya que los costes ascienden al 20% de dicha cifra,

- c) Estableciendo bonificaciones fiscales que compensen las plusvalías que afloran a raíz de la cotización.

Pero al entender de la SPBPF (34), la modificación principal, sine qua non, es la introducción de la figura del *especialista* en sustitución de la sociedad de contrapartida, que es un intermediario obligado a prestar liquidez y estabilidad a los precios de los valores poco líquidos, de modo que estos se correspondan con el valor real de la empresa (35). En la actualidad, los requisitos al respecto son los siguientes (36):

- (i) Contar con capital y reservas de al menos 25 Mptas, lo que resulta a todas luces Insuficiente (37);
- (ii) Poner a disposición de la *Sociedad de contrapartida* al menos el 20% de los títulos representativos del capital;
- (iii) Las sociedades de contrapartida tendrán un capital social no inferior al 10% del valor según balance de los títulos para los que ejerzan de contrapartida;
- (iv) las sociedades de contrapartida están obligadas a fijar un precio de compra y otro de venta de acciones con una diferencia máxima del 10% entre ambos. En el caso de

obligaciones convertibles o hipotecarias, la diferencia máxima se reduce al 3%. A estos precios deben atender como mínimo un 2% del total de títulos admitidos en el segundo mercado.

Frente a la sociedad de contrapartida el *especialista* es un intermediario que adquiere por vía contractual las obligaciones siguientes:

- 1. Garantizar que el diferencial existente entre el precio de compra y el de venta del valor intermediado no supere un cierto nivel máximo, lo que le obliga a intervenir en el mercado comprando o vendiendo títulos hasta reducir el diferencial al límite admitido.
- 2. Dar contrapartida al mercado hasta un límite diario.
- 3. Intervenir para dar estabilidad a las cotizaciones, dedicando a este objetivo un cierto porcentaje de sus intervenciones, amortiguando oscilaciones excesivas que se pudieran producir (38).
- 4. Contrapartida automática de picos, para dar liquidez al sistema.

Para que el *especialista* pueda desempeñar estas funciones se le deben otorgar instrumentos operativos a insertar en el procedimiento de transacciones bursátiles. Además, deberá retribuirsele *adecuadamente*. Se proponen varias medidas:

- (i) Privilegios de contratación.
- (ii) Incentivos económicos otorgados por la Bolsa de Bilbao: Exenciones o bonificaciones de las

mientras que cuando la demanda supera los 12,5 MECU (2.000 Mptas) el coste de admisión se reduce al 6%.

(34) Sociedad Promotora Bilbao-Plaza Financiera, *Segundo mercado bursátil*, 1992.

(35) En realidad, esta figura viene a institucionalizar la figura tradicional del *cuidador del valor en Bolsa*, otorgándole un estatuto acorde a través de un contrato con el emisor de los títulos.

(36) RD 710/1986 de 4 de abril y OM subsiguiente de 26 de septiembre de 1986.

(37) Si se trataba de eliminar barreras, esta era poco realista, ya que por las indicadas razones de coste de la operación sólo empresas con importantes necesidades de financiación, por tanto, de cierta dimensión encontrarán ventajas en la financiación bursátil.

(38) En el mercado de Toronto 70% de las órdenes del *especialista* deben ir a contra corriente del mercado, con objeto de estabilizar precios (SPBPF, *ibid.*).

contribuciones a abonar a la Bolsa (cánones de contratación, de liquidación y de gestión bursátil) en relación con las operaciones en las que hubieren intervenido como especialistas.

- (iii) Bonificaciones, incentivos y subvenciones que reduzcan los costes operativos, tanto de los intermediarios como de las empresas que coticen en el segundo mercado.

Para la empresa emisora la existencia de un especialista ligado a ella mediante un contrato le permitiría conseguir liquidez para sus títulos, estabilidad de precios e información sobre la evolución del valor en el mercado.

Por su parte, el especialista, que habría de ser una sociedad de valores y bolsa, obtendría una contraprestación económica (honorarios) y se posicionaría favorablemente para desempeñar tareas de asesor financiero *integral* de la empresa.

El funcionamiento (contratación, compensación, liquidación) del segundo mercado no puede ser el mismo que el del mercado continuo, por las diferencias en volumen y liquidez de los títulos. Por eso requeriría (39) de ciertas adaptaciones:

- Contratación electrónica, preferentemente asistida por especialista, sin excluir la contratación en corro. Para reducir los inconvenientes que el sistema CATS presenta para valores con bajos volúmenes operativos, se podría mantener, además del sistema de corros, dos nuevos sistemas de contratación a través del sistema actual —modificado *ad hoc*— de interconexión bursátil:

- SIB (mercado estatal) asistido por especialista, con reducción de horario de contratación (v.gr., 4/5 horas diarias).
- SIB con horario reducido y sin asistencia de especialista: limitando la contratación a 30 minutos en base al sistema actual de preapertura del CATS.
- Mercado local en corro, de viva voz o mediante un sencillo sistema informático local, destinado a los valores que lo requieran.

— Sistema de compensación y liquidación acorde con la dimensión del sistema de contratación del valor: Sistema de anotaciones en cuenta. Los valores contratados a través del SIB se compensarían y liquidarían a través del servicio de liquidación nacional. En cambio, los valores que se contraten exclusivamente en la Bolsa de Bilbao lo harían a través de su propio Servicio de Anotaciones en Cuenta (SAC).

3. PERSPECTIVAS DE LA BOLSA DE BILBAO

La Bolsa de Bilbao parece haber asumido de forma positiva el primer envite de la reforma bursátil. De cara al futuro cabe señalar cuatro parcelas en las que deberá profundizar para consolidar sus avances y contribuir a los auténticos beneficios de un mercado bursátil, que no se limitan a alcanzar unas determinadas cotas de mercado en la contratación estatal.

a) Papel de una bolsa regional en una economía abierta

La creciente globalización de las actividades económicas y, en

(39) SPBPF, *ibid.*

concreto, la libertad de circulación de capitales marca una pauta hacia una *Bolsa mundial* en la que la interconexión informática hace aparentemente irrelevante la cuestión de la ubicación física de la Bolsa.

Ya se ha indicado más arriba que la internacionalización de las Bolsas está produciendo una *fuga* de una parte importante de la contratación de valores españoles a mercados extranjeros. De acuerdo con los datos de la CNMV la contratación en Bolsas extranjeras de los principales valores españoles (40) ha representado el 22% de las operaciones interiores, ratio que, por otro lado, ha permanecido estable en los dos últimos años. Esta fuerte cuota se debe a: (i) menores costes de otros mercados extranjeros; (ii) Mayor liquidez; (iii) Mejor organización, adecuada a las conveniencias de los clientes.

Parecería que el *parquet* bursátil quedaría sustituido por la accesibilidad de infinidad de terminales informáticos a ofertantes y demandantes situados en ningún sitio y en todas partes. Si eso es así, parece lógico esperar que la Bolsa de Bilbao tal como ha existido hasta hoy mismo tienda a desvanecerse. Y en todo caso, ¿qué importancia tiene el que exista o no una Bolsa en Bilbao? (41).

(40) Los 17 valores que cotizan en las Bolsas de Londres, Nueva York y Francfort contratan en España dos tercios de la contratación total. De ellos, sólo 9 tienen una contratación significativa en el extranjero.

(41) Lo cierto es que en algunos países las Bolsas regionales han desaparecido en beneficio de una Bolsa única (e.g., caso de Gran Bretaña) mientras que en otros siguen vigentes modelos descentralizados, como en Alemania.

Parece desde luego claro que las Bolsas como lugares físicos donde se produce el encuentro de compradores y vendedores y se intercambian títulos por dinero son imágenes del pasado. Para empezar, en la actualidad ya se da la disociación espacial entre la compra y la venta a través del sistema informático del mercado continuo. Esto hace posible que, sin necesidad de desplazamiento físicos, un ahorrador que desee invertir en Bolsa pueda hacerlo desde su propia localidad, no sólo a través de sucursales de las sociedades o agencias de valores, sino por mediación de su entidad bancaria (que muy posiblemente tendrá acceso en tiempo real a la información bursátil y que, eso sí, recurrirá a su propia sociedad o agencia de valores para materializar la inversión deseada).

Por otra parte, la tendencia a reducir riesgos conduce a los inversores particulares a invertir no ya directamente en Bolsa, sino en Sociedades de inversión mobiliaria. Por lo tanto, el acceso directo a la Bolsa, en su caso, interesará a la SIM y no tanto al particular.

Sin embargo, la existencia de una plaza financiera propiamente dicha aporta un beneficio innegable a una colectividad, ya que presupone la existencia de una *masa* de personas: expertos financieros, *decisores*, operadores y competidores que conforman un *colectividad financiera*. El desarrollo de ese colectivo profesional, a su vez, es un requisito necesario para desarrollar o acceder a nuevos productos financieros, nuevos mercados más sofisticados.

La creación de ese colectivo es un beneficio directo para la colectividad, no sólo porque permite captar las comisiones que de otro modo se *exportarían* a otra plaza financiera sino porque su *saber hacer* contribuye a desarrollar una cultura financiera, tanto en los inversores de fondos como en las empresas o entidades destinatarias de los mismos.

b) Bolsa y financiación empresarial

La gran asignatura pendiente de la Bolsa bilbaína (y de la española) es la ampliación del número de empresas que cotizan en ella. Sin pretender que la financiación bursátil sea un instrumento *corriente* para todas las empresas —que no puede serlo (42)— existe un número todavía grande de empresas *medianas* susceptibles de beneficiarse de ella. En efecto, operaciones tan en boga en estos momentos de *reposicionamiento internacional* a través de fusiones, adquisiciones o tomas de participación cruzada se facilitarían enormemente a través de la existencia de un mercado que *pone valor* a la empresa.

Los grandes inversores institucionales (fondos de pensiones, seguros, fondos de inversión mobiliaria), aún sin incidencia relevante en la Bolsa, han de adquirir protagonismo en la medida en que las empresas ofrezcan rentabilidad (fija o variable) y seguridad alternativas frente a los títulos de la deuda pública.

(42) A pesar de los intentos de *titulizar* instrumentos de deuda de la pequeña empresa mediante sistemas de garantías colectivas.

Por otra parte, cuando las empresas valoren la importancia de la comunicación con su entorno social y empresarial verán también en la cotización bursátil y en la transparencia informativa (dentro de un orden) que ello implica un instrumento comunicador de primera magnitud.

El desarrollo del segundo mercado en Bilbao generaría actividad institucional y afluencia de *intermediarios*, afianzando a la propia Bolsa (43), máxime si en ese proceso se consigue ubicar en Bilbao la organización y supervisión de un mercado de proyección estatal.

c) Bolsa y sector público.

La contratación de títulos de deuda pública en sus variadas modalidades ha adquirido un peso creciente en el mercado bursátil. La colocación de los títulos no requiere habitualmente de la Bolsa. Sin embargo, su existencia les otorga una liquidez y una transparencia al proceso de formación de precios que repercute en beneficio del inversor y, por ende, del propio sector público, cuya financiación facilita.

d) Bolsa y mercado de derivados

Los productos derivados (futuros y opciones) están conociendo un gran desarrollo y repercuten directamente en la reducción de los riesgos de la inversión, proporcionando una cobertura adecuada. Su desarrollo, por tanto, contribuye directamente al

(43) En 1991 se creó en Estrasburgo el *Intergrupo de Plazas Bursátiles regionales* entre Barcelona, Bilbao, Stuttgart, Edimburgo, Lugano, Lyon y Milán a fin de fomentar la aparición de un mercado secundario en el que las pymes comunitarias pudieran emitir títulos de deuda.

desarrollo de los mercados tradicionales,
a la par que introduce beneficios

adicionales al inversor desde la
perspectiva de la gestión del riesgo.