



UNIVERSITAT^{DE}
BARCELONA

**Los "segundos mercados" de valores:
presente y futuro del segundo mercado de valores
de la Bolsa de Barcelona**

Esther Subirà Lobera



Aquesta tesi doctoral està subjecta a la llicència **Reconeixement 4.0. Espanya de Creative Commons.**

Esta tesis doctoral está sujeta a la licencia **Reconocimiento 4.0. España de Creative Commons.**

This doctoral thesis is licensed under the **Creative Commons Attribution 4.0. Spain License.**

825
0071
385
1993

LOS "SEGUNDOS MERCADOS"
DE VALORES

PRESENTE Y FUTURO DEL
SEGUNDO MERCADO DE VALORES
DE LA BOLSA DE BARCELONA

BIBLIOTECA DE LA UNIVERSITAT DE BARCELONA



0700930214

Tesis doctoral de Esther Subirá Lobera
Dirigida por el Dr. Gabriel Cortés Marqués

Departamento de TECNICAS EMPRESARIALES
Escuela Universitaria de E. Empresariales
UNIVERSIDAD DE BARCELONA
Año 1990

INDICE

<u>VOLUMEN I</u>	<u>Página</u>
AGRADECIMIENTOS.	
1. INTRODUCCION.	9
 <u>Primera Parte</u>	
2. DEL SECTOR FINANCIERO A LOS SEGUNDOS MERCADOS. ..	20
2.1. <u>Conceptos fundamentales.</u>	20
2.2. <u>Las Bolsas de Valores.</u>	32
2.2.1. Aspectos básicos.	32
2.2.2. Desarrollo y reforma de los Mercados de Valores.	39
2.3. <u>Los otros Mercados: mercados paralelos y tutelados.</u>	51
2.3.1. Orígenes.	51
2.3.2. Características.	53
2.3.3. Ejemplos más destacables.	57
2.3.3.1. Over the Counter Market. ...	59
2.3.3.2. Unlisted Securities Market..	71
2.3.3.3. Le Second Marché.	85
2.3.3.4. Il Mercato Ristretto.	105
2.4. <u>Los "Segundos Mercados" en España.</u>	117
2.4.1. Introducción.	117
2.4.2. El Capital Riesgo, las PYMES y el Se gundo Mercado.	120
2.4.3. El Segundo Mercado de Valores de la Bolsa de Barcelona.	145
2.4.4. El Segundo Mercado de Valores Ofi- cial.	169
2.4.5. Comparación entre La Bolsa y los Se- gundos Mercados.	179
2.4.6. Reflexión acerca del efecto de la Re forma del Mercado de Valores sobre la plaza financiera de Barcelona. ...	184

<u>Segunda Parte</u>	<u>Página</u>
3. EL SEGUNDO MERCADO DE VALORES: PANORAMA ACTUAL Y PERSPECTIVAS DE DESARROLLO FUTURO.	188
3.1. <u>Introducción</u>	189
3.2. <u>Hipótesis</u>	190
3.3. <u>Material y metodología</u>	191
3.3.1. Material utilizado.	191
3.3.2. Tratamiento de la información.	194
3.3.3. Población y muestra.	196
3.4. <u>Resultados</u>	205
3.4.1. Introducción.	205
3.4.2. Preguntas de información.	217
3.4.3. Descripción de la opinión.	232
3.4.4. Ventajas e inconvenientes del Mercado de Valores. Dimensiones relevantes.	262
3.4.5. Análisis diferencial.	266
3.5. <u>Conclusiones</u>	306
 <u>Tercera Parte</u>	
4. RESUMEN Y CONCLUSIONES GENERALES.	310
 <u>Anexos</u>	
1. Bibliografía.	323
2. Encuesta.	335
3. Índice cronológico de la nueva normativa legal sobre el Mercado de Valores.	344

VOLUMEN II

Anexos (continuación)

4. Tratamiento informático de los datos.

AGRADECIMIENTOS

Al presentar este trabajo quiero destacar la inestimable colaboración recibida por el conjunto de expertos, colaboradores y amigos que han hecho posible que el mismo haya podido terminarse felizmente.

Sobre todo, quisiera destacar la gran ayuda prestada por el Sr. Jordi Planasdemunt, Secretario General de la Bolsa de Barcelona hasta el presente año (en que ha sido llamado a ocupar la Presidencia del Institut Català de Finances de la Generalitat de Catalunya); profundo conocedor del tema, ha venido desarrollando una positiva labor impulsora de estos mercados en un contexto relativamente poco favorable. A él debo agradecerle, particularmente, que me haya abierto las puertas de instituciones similares a la que pertenecía y facilitado una fructífera relación con ellas, bolsas de valores e intermediarios financieros extranjeros a través de los cuales he obtenido gran parte de la información acerca de los "segundos mercados" en el ámbito europeo. También quisiera mencionar especialmente al Sr. Ramón Martínez, Director del Instituto de Estudios Financieros, que gracias a su experiencia y dedicación profesional en este tema ha contribuido sobremanera al ayudarme a superar las lagunas que de índole conceptual o práctica han ido apareciendo a lo largo del estudio. Ya desde el inicio ambos me animaron a insistir en la tarea, y sus valiosos consejos han sido muy útiles en mi trabajo.

Por la ayuda otorgada para contactar con las empresas que han sustentado el análisis empírico, quiero destacar la excelente cooperación del Dr. Joaquín Tri-

go, Director del Departamento de Economía de Fomento del Trabajo Nacional y de su colaborador técnico Sr. Francisco Valera.

De forma muy especial quiero manifestar mi agradecimiento al Sr. Carles Sánchez por su inestimable colaboración en los desarrollos estadísticos e informáticos.

Como en el presente trabajo se analiza el comportamiento de mercados en varios países, ha sido preciso en gran parte del mismo utilizar bibliografía en distintos idiomas que ha conllevado un esfuerzo adicional, ya que la información en lengua castellana en estos temas es muy reducida. Por ello quiero destacar la magnífica colaboración del Catedrático Dr. José Luis Guinot y de las Profesoras Angeles Bonacasa y Ana García de Oteiza del Departamento de Lenguas que han contribuido a clarificar algunas dudas y complejas expresiones idiomáticas.

También es necesario mencionar la actitud muy positiva de la Dra. Trinidad Sancho, Directora del Departamento de Técnicas Empresariales a la hora de facilitar los medios materiales suficientes para el correcto desarrollo de la tesis y de la amable colaboración recibida del Dr. Francisco Munuera, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad, así como por la agudas observaciones del Dr. Joaquín Fernández, Catedrático de Economía Aplicada que han ayudado a mejorar el contenido de la misma.

Y finalmente subrayar ea inestimable apoyo otorgado por el Dr. Gabriel Cortés, Catedrático de Economía Aplicada en el Departamento de Técnicas Empresariales

que, como Director de la tesis, ha sido de gran ayuda para lograr cumplir el propósito previsto. De él es preciso destacar su paciencia, amén de sus certeros consejos y observaciones que me han servido de inmejorable guía.

No quisiera terminar esta exposición sin mencionar el aliento recibido de todos mis compañeros y colaboradores que también ha contribuido a que finalmente el presente estudio haya podido ver la luz.

1 - INTRODUCCION

Cada vez más, las sociedades desarrolladas prestan una creciente atención al sector financiero de la economía, ya que su importancia en los procesos de expansión está suficientemente contrastada.

De todos es conocido que el sector financiero de una economía lo constituyen un conjunto de instituciones públicas y privadas que proporcionan los medios de financiación a dicha sociedad para el desarrollo de sus actividades. Su papel de intermediario entre las unidades de ahorro y de inversión ha venido siendo frecuentemente objeto de estudio. Siempre se han destacado sus funciones básicas de garantizar la existencia de medios de pago que permitan y agilicen las transacciones y de canalizar adecuadamente y de forma rentable el ahorro hacia la inversión.

Particularmente motivados por la importancia que tiene este sector de la economía, hemos seguido con especial interés su evolución en el tiempo, sobre todo porque durante las dos últimas décadas, el sector financiero ha experimentado un fuerte auge en nuestro país y se ha desarrollado de forma muy compleja, lo cual a juicio de muchos estudiosos no deja de ser una virtud; Kaufman, haciéndose eco de ello, defiende que el grado de complejidad de un sistema financiero acostumbra a poderse relacionar con el grado de desarrollo de una economía¹, y ello en nuestra opinión siempre es positivo.

Desde una óptica empresarial venimos observando que, si bien todas las unidades productivas acostumbran a

¹George G. Kaufman. El dinero, el sistema financiero y la economía. Ediciones Universidad de Navarra, S.A. Pamplona 1978.

encontrar los recursos necesarios en el sistema financiero, no todas ellas lo logran en las mismas condiciones. Esta situación inicial de desigualdad (al menos aparente) siempre perjudica a las más débiles y aumenta cada vez más la brecha existente entre las sociedades más favorecidas y aquellas que no lo son, y estas últimas acostumbran a ser empresas de pequeña y mediana dimensión.

A través de nuestro estudio pretendemos averiguar las causas de tal desigualdad en la captura de recursos financieros y averiguar si existen los mecanismos necesarios para obviarla.

Así, en el momento de abordar el objeto de investigación se consideró muy adecuado profundizar en el mencionado sector financiero de la economía pero fundamentalmente en la parcela que más nos preocupaba, es decir, en el empeño de tratar de descubrir (si no se conocían) mecanismos de financiación que permitieran superar las anteriormente citadas diferencias y en el caso de que éstos ya hubieren existido con anterioridad, analizar las causas de porqué no realizaban eficientemente su cometido al permitir que las diferencias entre sociedades favorecidas y no favorecidas aumentaran cada vez más.

No obstante, al realizar cualquier trabajo de investigación, cobra gran importancia el análisis del contexto en que éste se sitúa y las influencias que provienen del todo y afectan a nuestro objeto de estudio, así como nuestra capacidad de influir en el mencionado entorno global. En nuestro caso, la referencia general será el sistema financiero.

No descubre nada nuevo mencionar que el sector financiero comprende tanto los instrumentos financieros como

las instituciones y mercados; las instituciones compran y venden instrumentos financieros en los mercados correspondientes; y que este sector haya alcanzado niveles de desarrollo importantes en nuestro país es un hecho, pero los logros obtenidos en los tres estamentos citados se han producido con relativas diferencias temporales, y de ello es un claro exponente el proceso ocurrido en nuestro país, que es trasladable, en gran medida, a otras economías.

El cambio de actitud en el seno de nuestro sistema financiero ha venido propiciado por los siguientes factores:

Primero.- La liberalización del Sistema Financiero en 1977 (Pactos de la Moncloa) y las Disposiciones de enero de 1981² consiguieron una modernización importante de las instituciones crediticias especialmente Bancos y Cajas de Ahorro.

Segundo.- Ya entrados en los años ochenta hemos asistido a una profusión de nuevos instrumentos financieros (bonos, pagarés cédulas, etc.) que han desbancado durante un largo período a las tradicionales formas de canalización del ahorro hacia la inversión, principalmente los depósitos de ahorro o plazo; el motivo

²Respecto a:

- liberalizar tipos de interés;
- reducir los circuitos privilegiados de financiación;
- iniciar un estudio para la reforma de las Bolsas;
- fomentar la competencia de los mercados financieros a partir de igualar las condiciones entre las diferentes entidades;
- equiparación orgánica de las Cajas Rurales al resto de entidades crediticias;
- etc.

J. Carné, J. Díaz de Cerio, T. Rubio y E. Subirá. Sistema Financiero. Caixa de Barcelona. Junio 1983.

inicial de creación de nuevos instrumentos hay que buscarlo en el esfuerzo realizado por las instituciones financieras para escapar de los coeficientes obligatorios, que siempre han supuesto inmovilidad y poca o nula rentabilidad de parte de sus recursos, y que normalmente se han fijado en relación a los depósitos de terceros.

Tercero.- Finalmente les ha tocado el turno a los mercados de valores y su reforma es tan reciente que todavía no ha podido aplicarse en su totalidad.

De los tres grupos de elementos, nuestro interés se centra en el tercero de ellos. Tal decisión se debe a que observamos que este subgrupo es el que actualmente acostumbra a discriminar con mayor grado a las unidades productivas que acuden a él en busca de financiación.

Al pretender centrar el tema objeto de nuestro estudio, hemos ido acotando parcelas hasta lograr encuadrarlo definitivamente en un subgrupo concreto de estos mercados, los llamados "segundos mercados de valores". El motivo de tal elección ha surgido al observar que éstos podrían actuar como eslabones que completaran el mapa de los mercados de valores, sobre todo fijándonos en el entorno empresarial nacional y particularmente catalán.

En nuestro país existe un denso tejido empresarial formado, en su gran mayoría, por multitud de pequeñas y medianas empresas, y de ello es un claro reflejo la economía catalana y su típica estructura empresarial basada en vínculos familiares. Precisamente por su dimensión y características personales, gran parte de estas sociedades debe buscar la financiación precisa en sus propias fuentes

y, como se viene demostrando desde entrada la segunda parte del siglo, en el subsector crediticio.

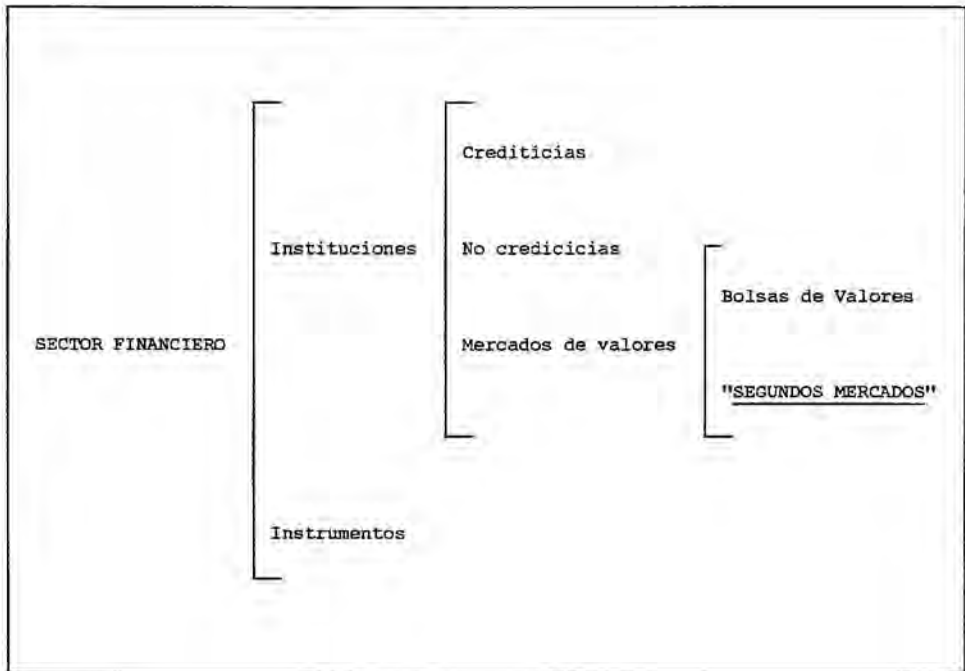
Del total de recursos financieros que ofrecen las instituciones que forman el mencionado subsector, el volumen de recursos disponibles a bajo coste facilitado por las instituciones oficiales (fruto de unos circuitos privilegiados de financiación), ha servido tradicionalmente para aliviar la carga financiera de determinados sectores, especialmente protegidos y de empresas estatales; en consecuencia, ateniéndonos a las simples leyes naturales, ante determinado volumen limitado de recursos, si alguien se beneficia de una parte de los mismos a un coste inferior al de "producción" el resto deberá asumir costes mayores. En verdad sucede que gran parte de las empresas situadas en sectores no susceptibles de protección, a criterio de las autoridades del momento, han soportado --y lo siguen haciendo--, elevados costes de financiación, dependiendo excesivamente de las instituciones crediticias privadas, tanto para sus necesidades coyunturales, lo cual no sería excesivamente peligroso, como para la financiación de sus nuevos proyectos, que salen a la luz con un grave encorsetamiento financiero.

Ante tal evidencia nos ha parecido interesante estudiar las posibilidades de financiación que presentan otras instituciones, particularmente los mercados de valores. Claro que si nuestra preocupación son las medianas y pequeñas empresas, que han demostrado ser, esencialmente, de carácter familiar y con reducido número de accionistas, pocas posibilidades tendrán, de entrada, en un mercado en el que cotizan sociedades con gran volumen de capital y una importante atomización de los títulos que permite la existencia de transacciones, de manera regular y donde la liquidez se supone probada. De ahí nuestro empeño en

estudiar los "segundos mercados" que, al menos en el ámbito europeo nacieron con el objetivo de ayudar a las empresas de reducidas dimensiones y características particulares a encontrar circuitos de financiación más cómodos fuera de los bancarios.

Situar adecuadamente el tema central exigirá, en ocasiones, remitirnos reiterativamente al entorno general financiero de la economía, punto de partida para cualquier desagregación posterior, así como un marco más cercano, el de los mercados de valores para finalmente desembocar en el estudio preciso de los "segundos mercados", las causas que han motivado su creación y su ulterior desarrollo.

En el cuadro de la página siguiente se intenta ubicar los "segundos mercados" en el contexto general del aparato de financiación de una economía. Sin embargo, como tendremos ocasión de detallar más adelante, los mercados de valores (en términos generales) suelen presentar una estructura más compleja.



Una vez definido el tema central, se hace necesario comentar su desarrollo.

El presente trabajo consta de tres partes claramente diferenciadas:

- 1 - Una introducción a este tipo de mercados partiendo del sector financiero de la economía como un todo y tratando de encontrar el camino más adecuado que nos lleve al modelo objeto de nuestro estudio. Así, el primer paso en el estudio consistirá en conocer el origen y la naturaleza de dichos mercados; en esta fase deberemos seguir, a través de la historia, la senda por la que ha transcurrido su evolución; la dificultad de separar éste tipo de mercados del marco global de las transacciones nos

obligará a efectuar continuas referencias, en unos casos a generalizaciones y en otros a particularidades del sistema financiero, y sobre todo a reflejarnos continuamente en los mercados de valores tradicionales.

- 2 - Una descripción de algunos de los principales mercados existentes en el mundo desarrollado que en mayor o menor medida podrían responder al modelo de "segundos mercados". En tal sentido analizaremos parte de los mercados con semejanzas a modelo tipo, situados en EE.UU, Reino Unido, Francia, Italia y España; insistiendo en los motivos de su creación y la evolución seguida hasta el momento actual; dentro de esta parte se intenta estudiar en profundidad el caso español, y por su importancia en el contexto nacional se hace una especial referencia al "segundo mercado" de valores organizado por la Bolsa de Barcelona, pionera en nuestro país en la puesta en funcionamiento de tal evento financiero.
- 3 - En la última parte se realiza un estudio empírico para conocer la opinión que merece esta categoría de mercado a la comunidad empresarial catalana, tanto la de aquellos que potencialmente podrían estar interesados en entrar, como aquellos que ya tomaron dicha iniciativa y cotizan normalmente sus títulos en él. La investigación se realiza en base a una larga encuesta dirigida a los responsables financieros de dichas sociedades; el cuestionario está compuesto de informaciones objetivas a través de hechos probables y de opiniones que aún siendo personales se supone que intentan representar el sentir de la empresa; es decir se trata de pulsar

la opinión de los empresarios acerca de la capacidad financiera o de cualquier otra naturaleza que, en su opinión, puedan ofrecer este tipo de mercados. A través de sus respuestas trataremos de averiguar, si parten de la misma filosofía general que otros mercados parecidos allende nuestras fronteras, si son conocidos y si han resultado o no igualmente exitosos y porqué. Finalmente el objetivo es tratar de diseñar una proyección de su posible desarrollo futuro.

Así pues, a distintos niveles, a estas instituciones, que también definimos como "sub-mercados de valores" vamos a dedicar la principal atención, tanto desde un punto de vista descriptivo como del de investigación.

PRIMERA PARTE

2 - DEL SECTOR FINANCIERO
A LOS "SEGUNDOS MERCADOS"

2.1 - CONCEPTOS FUNDAMENTALES

En el mundo económico sabemos que existen unidades de ahorro o superávit financiero y unidades de gasto o déficit financiero; la división entre ellas depende de gran número de factores, tales como: ingresos actuales, ingresos esperados, riqueza, edad, educación, salud, estatus familiar, gustos, tasas de interés actuales, etc.; la variación de algunas de ellas, puede determinar que unidades de gasto puedan pasar a unidades de ahorro y viceversa.

Las unidades con superávit, en la época moderna, siempre han tenido tres opciones:

- a) Guardarlo en forma de saldo monetario.
- b) Comprar bienes reales.
- c) Comprar activos financieros emitidos por las unidades deficitarias (empresas o Estado).

Mientras que las unidades con déficit pueden:

- a) Reducir sus saldos monetarios.
- b) Vender a otros los activos que adquirieron cuando eran unidades excedentarias.
- c) Emitir activos a su cargo para las actuales unidades excedentarias.

Unas y otras acciones encuentran su contrapunto gracias a la actividad desplegada por el sector financiero.

El vehículo ideal para realizar las transferencias de recursos de las unidades con excedentes de liquidez a las que tienen déficit, son los títulos financieros. Estos constituyen futuros derechos sobre recursos reales. Hasta su vencimiento transfieren poder de compra de las unidades económicas que adquieren los títulos a las que los venden.

Los títulos financieros son creados por las unidades deficitarias y vendidos a las excedentarias. En el momento de la transacción, los activos se cambian por dinero que reciben las unidades deficitarias para equilibrar su carencia.

Mientras están pendientes de pago, muchos de estos activos pueden ser objeto de compraventa. Hasta el momento de su vencimiento, éste proporciona intereses (o los percibe en el momento de la compra en el caso de descuento³. Aquellos activos que no tienen vencimiento definido, como las acciones, sabemos que proporcionan a su tenedor rendimientos variables, siempre que la empresa obtenga beneficios; luego su renta es incierta.

Dentro del sector financiero, las instituciones han venido facilitando la transferencia de fondos de las unidades de gasto con superávit a las que tienen déficit, ya que en ausencia de ellas, ambas partes

³La contratación en el mercado se efectúa sobre la base de un tipo de descuento anual y para la valoración del título se aplica el tipo de descuento pactado sobre el nominal del mismo, calculado desde el día de la liquidación de la operación hasta el día del vencimiento". Jordi Planasdemunt Gubert. "Una alternativa de inversión a corto plazo: el mercado de letras de la Bolsa. La Vanguardia. Barcelona, 19 de abril de 1980.

perderían mucho tiempo en encontrarse, lo cual indudablemente se traduciría en mayor coste.

Como es bien conocido, existen dos tipos de instituciones financieras:

- Las que ayudan a las unidades económicas con propósitos opuestos a encontrarse e intercambiar títulos y fondos **directamente**. Esta gestión puede hacerse a través de dos clases de intermediarios claramente diferenciados⁴: los que se limitan a poner en contacto a las dos partes y perciben una comisión por su cometido y los que toman posesión legal de los títulos al comprarlos a las unidades emisoras (las que precisan fondos), incluyéndolos en sus existencias, para venderlos luego a las unidades con excedentes de liquidez; en este caso la retribución percibida será la diferencia entre el precio de compra y el de venta.

- Las que los ponen en contacto **indirectamente** sustituyendo los títulos primarios ofrecidos en último término por las unidades de gasto deficitarias por sus propios activos, que tienen una mayor aceptación. Los intermediarios financieros⁵ emiten activos secundarios

⁴Daniel H. Brill & Ann P. Ulrey, "The Role of Financial Intermediaries in U.S. Capital Markets". Federal Reserve Bulletin. Enero 1967.

⁵Gabriel Cortés Marqués. Principios de Economía política. Ariel Economía. Barcelona 1990 (Capítulo XII).

que en general se conocen con otros nombres como depósitos, imposiciones a plazo, supercuentas etc., y que estimulan tanto el ahorro como el gasto.

Dentro del primer grupo situaríamos a los "segundos mercados" que, como sus parientes cercanos, las Bolsas de Valores, posibilitan esa intermediación directa.

El segundo grupo de intermediarios ofrece al ahorrador diversas opciones a la hora de guardar sus excedentes:

1. Mayor diversidad de vencimientos que la que caracteriza a los títulos primarios.
2. Diversidad de nominales (las cuentas de depósito o plazo aceptan cualquier nominal, lo cual no es óbice para que se primen más aquellas que los tengan mayores).
3. Menor riesgo de incumplimiento (para los ahorradores) que los títulos primarios. Por supuesto en el caso de que el intermediario sea de solvencia reconocida y de políticas cuidadosas, que le lleven a diversificar de tal manera su riesgo que no ponga en peligro los recursos que le son confiados.
4. G. Kaufman argumenta que estos títulos producen un interés neto superior al de los títulos primarios comparables. Basa

su aseveración en la facilidad de acudir a numerosas oficinas y gracias a la intensa publicidad⁶.

No obstante ésta última afirmación, que podía ser cierta en la década de los setenta, ha perdido fuerza como consecuencia del fenómeno de "desintermediación"⁷ al que venimos asistiendo desde finales de los setenta y comienzos de los ochenta.

También los intermediarios que actúan indirectamente animan a que las unidades de gasto deficitarias tomen prestado por las siguientes razones:

1. Los intermediarios prestan fondos desde el plazo de un día hasta hipotecas a largo término.
2. Prestan fondos por casi cualquier cantidad.

⁶George G. Kaufman. Op. Cit. Cap.

⁷Fenómeno que ha surgido por dos motivos: Uno de ellos ha sido la proliferación de activos financieros en los últimos años y el otro se atribuye a la mayor cultura financiera: los ahorradores tienden a invertir directamente sus ahorros en títulos en lugar de depositar los excedentes en cuentas bancarias y obtener una retribución menor (o igual, pero sujeta a importantes penalizaciones si se cancela antes del plazo fijado) por ello. Se sabe que las instituciones crediticias, -tradicionalmente grandes inversoras- pueden rentabilizar mejor las inversiones -por experiencia, conocimientos, información, etc.-, pero incurren, por su propia existencia, en unos gastos de transformación que deben repercutir a sus clientes, tanto a los de activo como a los de pasivo. En el caso de la inversión directa no aparecen los gastos de manipulación mencionados. Se hace difícil saber si un motivo es consecuencia del otro; no obstante el hecho es que la "desintermediación" es un proceso suficientemente consolidado para pensar que en un futuro pueda perder fuerza.

3. Asesoran a los prestatarios sobre cómo maximizar el rendimiento del bien comprado con el préstamo (cuando realmente ofrece este servicio).
4. Opina también G. Kaufman que el precio puede ser más ajustado para el prestatario. Ello se debe, dice, tanto a los costes más bajos de indagación que pagan las unidades de gasto deficitarias para vender sus títulos, como a que los costes de averiguar si los clientes son dignos de crédito son más bajos, dada la mayor experiencia de estas instituciones.

Sin embargo, por lo que se refiere al punto 4, en la realidad de cada día, los intereses que pagan las unidades tomadoras de recursos son más elevados que los que pagarían realizando la operación de manera directa. Lo que sucede es que no todos los que precisan fondos pueden utilizar dicha vía. Las entidades, según su forma jurídica, pueden emitir pagarés, obligaciones y otros títulos de renta fija o ampliar su capital social, emitiendo nuevas acciones, pero si no acuden a los mercados de valores, la tarea de colocar títulos directamente a los inversores últimos sería costosa y compleja. Además, determinado tipo de prestatarios ni siquiera tendrían tal posibilidad.

Esta sería una de las razones por las que parece conveniente que existan nuevos canales de financiación --"segundos mercados"-- para empresas que no tendrían, por sus características, posibilidades de conseguir recursos financieros a través de los mercados de

valores tradicionales. Con ello se limitaría en cierta medida el grado de dependencia de la empresa, sobre todo de la mediana y pequeña, respecto al sector bancario, que si bien maneja los recursos con gran flexibilidad y rapidez también lo hace a un elevado coste.

Y abundando más en los aspectos negativos de la dependencia está el hecho de que las políticas monetarias acometidas por los Gobiernos --que tienen como objetivo frenar los procesos inflacionarios-- actúan directamente sobre la capacidad creadora de dinero de estos intermediarios financieros, empujando los tipos de interés al alza y encareciendo los costes financieros de las empresas y en ocasiones, paralelamente, mermando la posibilidad de obtención de recursos.

Una economía eficiente, que intente conseguir el máximo bienestar económico, exige la disponibilidad de un mecanismo de mercado que permita la transferencia de fondos de los ahorradores a los inversores de una manera rápida y libre de obstáculos. Un mercado financiero^a debe ser amplio, transparente y ordenado. Cuanto menores sean los costes de transacción y las diferencias entre los precios de compra y venta, y mayor el volumen de comercio, más eficiente será el mercado.

Dentro del propio contexto de los mercados de valores, habíamos advertido con anterioridad, al realizar la introducción, que éstos pueden presentar grados de

^aRobert P. Black, Doris E. Earless. "Nonbank Financial Institutions". Federal Reserve of Richmond. Richmond 1969.

complejidad diversos tal como queda patente en este desarrollo posterior.

Una clasificación más elaborada los agrupa en los siguientes conjuntos:

A) En función de la antigüedad de los títulos

- 1. Primarios
- 2. Secundarios

B) En función de su ubicación en el espacio

- 1. Centralizados
- 2. Descentralizados

C) En función del grado de reglamentación

- 1. Organizados
- 2. No inscritos

A.1. <Primarios>

Los mercados primarios comercian con títulos de reciente creación. Todos los títulos financieros, ya sean acciones, obligaciones u otros, tienen mercados primarios. Los títulos sólo pueden ser negociados una vez en el mercado primario, en el momento de su emisión.

Casi todos los intermediarios operan en este mercado. El tamaño de un mercado primario se mide por la cantidad total de valor monetario a que ascienden todos

los títulos pendientes y por la frecuencia de emisiones (que están en relación con el período de vida útil de los títulos).

A.2. <Secundarios>

En estos mercados se comercia con títulos ya suscritos. Para que dicho comercio se pueda llevar a cabo en este mercado los títulos han de ser negociables legalmente⁹. Y dado que no todos los títulos lo son¹⁰, el número de clases de ellos que se negocia en el mercado secundario es menor que el del mercado primario. No obstante un título puede intercambiarse en el mercado secundario tantas veces como se quiera.

El volumen de comercio en el mercado secundario está altamente relacionado con el coste de la transacción¹¹.

B.1. <Centralizados>

Los mercados de títulos que normalmente se negocian en grandes unidades, tienden a realizarse en grandes centros financieros que se ubican en ciudades muy

⁹Herbert E. Dougall. Capital Markets and Institutions. Englewood Cliffs, N.J. Prentice-Hall 1970.

¹⁰Son legalmente negociables aquellos títulos que lo han solicitado y el Organismo competente ha dado su aprobación.

¹¹Las hipotecas tradicionales sobre la vivienda, aunque son legalmente negociables, rara vez se comercian en un mercado secundario, por sus elevados costes de transacción.

importantes. Diversas razones justifican el hecho de que los mercados primarios y secundarios de las grandes operaciones estén muy centralizados¹²:

- a) Los títulos se negocian de acuerdo con unos contratos tipo. El valor del título se indica en base al estado financiero de la entidad emisora. Ello permite que se negocie materialmente lejos del lugar donde se encuentran los compradores y vendedores.
- b) Aunque materialmente fáciles de transportar, el transporte con seguridad de los títulos es tanto más costoso cuanto mayor sea la distancia, más tardía es la entrega y más lenta la transferencia de fondos. Los adelantos conseguidos con la informatización y la anotación en cuenta solucionan en gran medida la dificultad derivada de los traslados.
- c) Muchas operaciones financieras requieren una financiación amplia y altamente especializada, que se consigue con mayor facilidad en los grandes centros financieros.
- d) Gran parte del comercio de títulos se emprende sobre la base de informaciones. Dado que el coste de recoger y transmitir la información varía con la distancia que nos separa de la fuente de información, los participantes

¹²Herman E. Krooss and Martin R. Blyn. A History of Financial Intermediaries. Randon House. New York 1971.

en un mercado financiero prefieren estar cerca unos de otros.

B.2. <Descentralizados>

Los mercados de unidades negociadoras menores se encuentran abundantemente repartidos por todas las ciudades del país. Se guían por las directrices emanadas de los grandes centros financieros.

C.1. <Organizados>

Se dice que un mercado está organizado cuando se comercia con muchos títulos en un lugar central y bajo una serie específica de normas y reglamentos. Generalmente a un mercado así se le denomina Bolsa de Valores. Los compradores y vendedores realizan sus transacciones a través de intermediarios autorizados¹³.

En las bolsas organizadas suele ser más importante el comercio de títulos de renta variable que el de títulos de renta fija.

C.2. <No inscritos o paralelos>

En estos mercados se venden títulos, generalmente, en distintas condiciones de las de un mercado organizado. El volumen de transacciones es mucho mayor porque

¹³Daniel E. Brill, Ann P. Ulrey. Op. cit.

no está sujeto al encorsetamiento proveniente de la aplicación de normas de funcionamiento rígidas.

A la luz de las clasificaciones presentadas trataremos de agrupar las características de lo que en nuestra opinión suele entenderse por Bolsas de Valores y por "segundos mercados".

Así, en un sentido amplio, las Bolsas serían mercados secundarios (en función de la antigüedad de los títulos); centralizados, porque en ocasiones las operaciones se efectúan en un lugar concreto, aunque, cada vez más, suelen estar descentralizados y conectados merced a complejas redes informáticas; y finalmente se trataría de mercados organizados, sujetos a una reglamentación más o menos rígida.

Los "segundos mercados" desde una perspectiva generalista serían: mercados secundarios; centralizados o descentralizados, según si están informatizados o realizan las operaciones en un lugar común; organizados o no inscritos; en el primer caso se sujetarán a una determinada normativa más o menos flexible y en el segundo las operaciones se cerrarán sin normas preestablecidas.

Ambos tipos de mercados tienen muchas cosas en común y al objeto de delimitar en lo posible los unos y los otros, realizaremos una breve síntesis del fenómeno socio-económico que han supuesto para el desarrollo las Bolsas en calidad de intermediarios financieros, y como sus propias limitaciones han sido el factor detonante para que se pusieran en funcionamiento nuevos sistemas de financiación.

2.2 - LAS BOLSAS DE VALORES

2.2.1 - ASPECTOS BASICOS

La Bolsa ha sido siempre definida como el mercado secundario de los valores mobiliarios, que tradicionalmente ha venido realizándose en un determinado lugar.

De los objetos sometidos a transacción --los títulos--, las acciones continúan siendo el pilar donde se sustenta el mayor volumen de las operaciones que se realizan en ella, y éstas son parte de una propiedad colectiva de activos de una sociedad, necesariamente privada.

Un mercado de estas características sólo puede existir en una economía donde exista y se respeta la propiedad privada. El marco de la economía de mercado sustenta las condiciones más favorables para el desarrollo de este tipo de mercados. En este sentido R. Bartolomé¹⁴ relaciona la existencia o no de Bolsa con su grado de desarrollo y su sistema político. Si la

¹⁴Rafael Bartolomé Laborda. La Bolsa en el mundo. Organización y funcionamiento de todas las Bolsas existentes. Ediciones Deusto S.A. Bilbao 1980. (Capítulo II)

Bolsa es un instrumento inseparable y necesario del capitalismo; cuanto mejor esté implantado éste, más importante será el papel que jugará en su sector financiero la Bolsa de Valores.

No vamos a detenernos a describir los múltiples significados de la palabra Bolsa, en su aspecto financiero, suficientemente conocidos por todos y que van, desde la mera idea de lugar físico, pasando por el objeto propio de la transacción, la definición de una jornada de operaciones, o hasta en sentido jurídico y técnico, como una institución con organización y características propias.

Desde su vertiente histórica, el vocablo Bolsa, según todos los indicios, parece haber surgido en la ciudad de Brujas¹⁵. En dicho lugar estaba establecida cierta familia -Van der Burse, según unos, y Terburse según otros-, tenía en su escudo tres bolsas y, probablemente, en su "loggia"¹⁶ se celebraron las primeras reuniones comerciales de esta índole.

Aunque las operaciones que hoy podríamos denominar bursátiles venían realizándose desde los siglos XIV y XV, período en que adquirieron gran impulso en la Europa Occidental, la primera Bolsa de Valores, como tal, inició su andadura a principios del siglo XVII en Amsterdam. Su creación vino motivada por la expansión de un mercado que, hasta entonces, había sido propiedad de

¹⁵A. Sánchez Amatrán. La Bolsa; su técnica y organización; cómo operar en el mercado de valores. Ediciones Deusto. Bilbao, Octubre 1974.

¹⁶Pórtico de la casa.

una minoría de privilegiados que se conocían entre si y en el que además de certificados de mercancías se intercambiaban valores mobiliarios.

De esta manera, los mencionados títulos de propiedad, en el sentido actual de la palabra, hicieron su aparición primero en forma de papel del Estado y más adelante como acciones de bancos o de grandes compañías coloniales¹⁷.

En el trascurso de los tiempos, sin una idea preconcebida, las Bolsas de Valores han permitido concentrar la masa de ahorradores/desinversores esparcidos en un área geográfica más o menos extensa para, a través de unos intermediarios determinados, realizar el intercambio de títulos.

La técnica de las operaciones bursátiles alcanzó ya desde finales del siglo XVIII un elevado grado de perfección; incluso en tan temprana época se hicieron operaciones que aún en el día de hoy parecen novedosas en muchos mercados (negociar con un plazo de cinco años los futuros dividendos de la Compañía de Indias).

Los mecanismos de la Bolsa, desde siempre, han permitido, con mayor o menor facilidad, ajustar en permanencia, y por lo general sin grandes variaciones de cotización, la oferta y la demanda de valores; en consecuencia han venido facilitando la gestión de las tesorerías y la absorción de los paquetes de títulos.

¹⁷U. Aletti, C. Algar, A.M. Coussement y otros. Las Bolsas de Valores en el mundo. Instituto de Estudios Bancarios y Financieros (I.D.E.F.). Editorial Tecniban S.A. Madrid 1976.

La Bolsa realiza el milagro de la liquidez¹⁸; es el gran mercado de la "desinversión". No obstante lo anterior, los capitales continúan invertidos en sus empleos originarios; únicamente se producen cambios en la titularidad de los mismos. La garantía de la permanente liquidez que proporciona la Bolsa es el origen de una gran corriente de aquella, capaz de irrigar por sus diferentes canales la totalidad de la economía de un país.

Gracias a este proceder se han podido financiar a largo plazo grandes inversiones: la construcción de los ferrocarriles llevada a término durante el pasado siglo, las grandes obras públicas, una parte de los gastos de guerra y reconstrucción, y, hoy día, las inmensas inversiones que requiere el desarrollo de un mundo en expansión, en el que las técnicas se renuevan y se perfeccionan constantemente, pero que a la vez se hacen cada vez más elevadas.

Sin embargo, a pesar de los altos volúmenes de actividad registrados en la Bolsa, los inversores particulares que realizan directamente operaciones en ella se encuentran aún en número relativamente reducido¹⁹. Aunque por otros cauces no tan directos, muchos ahorradores poseen, hoy día, valores mobiliarios, lo hacen empeñados en proteger su poder de compra de la fiscalidad y la inflación²⁰. No obstante, una gran mayoría,

¹⁸U. Aletti, C. Algar, A.M. Coussement y otros. Op. cit.

¹⁹Nicolás Mignet. Bourse: comment choisir les valeurs qui gagnent. Pierre Belfond. París 1987.

²⁰Pierre Balley. La Bourse: mithes et réalités. Presses Universitaires de France. París

especialmente aquellos que lo intentan de manera directa en épocas de gran auge de la Bolsa, cuando los cambios muestran reiterativamente valores más elevados, desconocen el riesgo asumido²¹. No están capacitados para comprender las razones de las alzas y las bajas y en definitiva de los beneficios o las pérdidas; son los que en el argot bursátil son llamados "manos débiles" y suelen comprar cuando los precios están excesivamente hinchados y cuando se producen las inevitables caídas son los primeros en sentir el pánico y por ello los que materializan las pérdidas relativas más elevadas.

Este posible desconocimiento de los mecanismos bursátiles ha tenido consecuencias nefastas en las crisis bolsarias de los últimos años. Para el gran público, que lo ve desde fuera, el comportamiento de las Bolsas es desconcertante y muchas de las veces incomprendible.

Todo lo mencionado, respecto al desconocimiento general, es perfectamente trasladable a los "segundos mercados". Por ello, en muchas ocasiones, una buena vía de entrada a los mercados de valores podrían constituirlos una amplia red de intermediarios financieros de reconocida valía que pudieran asesorar convenientemente a los potenciales inversores en función de sus necesidades particulares. En la práctica, la influencia en este mercado de entidades que representan el ahorro colectivo (Compañías de Seguros, Fondos de Pensiones, etc.) es muy importante y, una opinión generalizada

coincide en afirmar que existe una correlación entre tal influencia y el grado de desarrollo alcanzado. Así, estos inversores institucionales y el resto de intermediarios financieros llevan a cabo o intermedian la mayoría de las operaciones que se realizan en los mercados de valores.

Algunas de las cualidades más apreciadas de estos mercados para desempeñar correctamente su cometido son la amplitud y la flexibilidad²² (no todos los mercados bursátiles del mundo desarrollado logran dichos propósitos²³). El mercado de valores ideal intentará acoger el mayor número posible de títulos que presenten las suficientes garantías de cotización y deberá tener capacidad para hacer frente a posibles dificultades que puedan aparecer, es decir, arbitrará los mecanismos adecuados para evitar la aparición de desequilibrios peligrosos.

Hasta ahora siempre nos estamos refiriendo a mercados organizados, como la Bolsa, por ello, de una parte, los agentes mediadores que contratan los valores han debido sujetarse a unas normas de entre las que destacamos:

- las que atañen a la personalidad²⁴;
- las que determinan las tareas a desempeñar;

²²Kenneth Garbade, Securities Markets. Mc.Graw-Hill. New York 1982.

²³El mercado español, como podrá comprobarse en los capítulos siguientes, es precisamente un mercado muy estrecho y consecuentemente con cierta facilidad de manipulación.

²⁴En algunos países, los intermediarios que operaban en Bolsa han sido durante largo tiempo, hasta la reforma de los mercados bursátiles, únicamente personas físicas.

- las que tratan de su responsabilidad²⁵;

y de otra los mecanismos de control existentes cuyo objetivo es, principalmente, velar por la regularidad de las operaciones y, por consiguiente, aplicar si procediere las reglas disciplinarias a los intermediarios.

La necesidad de establecer estos controles se hizo patente como consecuencia de las amargas enseñanzas que se derivaron del "crack" de 1929²⁶. Desde entonces, se vienen arbitrando una serie de reglamentaciones en aras a superar cualquier situación inestable o particularmente peligrosa.

En cuanto al plazo de las operaciones, originariamente se efectuaban al contado, pero en la actualidad, en muchas Bolsas se efectúan operaciones a plazo²⁷. En el campo de las operaciones condicionales, la fértil imaginación de los intermediarios, les lleva a inventar fórmulas, a veces un tanto arriesgadas y muy variables según el entorno en el que se mueven las distintas plazas de cotización.

²⁵Bernard Mirat. La Bourse et ses acteurs. Dunod. París 1977.

²⁶J.K. Galbraith. El crack del 29. Ciencias Humanas-Biblioteca Breve. Seix-Barral, S.A. Barcelona 1965.

²⁷Algunas Bolsas realizan regularmente operaciones a plazo; la española las realizaba en la primera parte de siglo, después de la contienda civil quedó suprimida la operativa bursátil y cuando de nuevo se reabrió la Bolsa, sólo se permitían contratar operaciones al contado. En los últimos años se volvió a permitir la realización de operaciones a plazo, debidamente controladas y reglamentadas por la Junta Sindical; no obstante, en la actualidad, a la espera del desarrollo completo de la Reforma del Mercado de Valores, dichas operaciones están suspendidas.

2.2.2 - DESARROLLO Y REFORMA DE LOS MERCADOS DE VALORES

Las bolsas de valores de todo el mundo han experimentado, en las últimas décadas, un crecimiento espectacular y de forma paralela a la evolución de los mercados financieros internacionales.

A continuación nos hacemos eco de los elementos de carácter financiero que han contribuido a tal grado de desarrollo²⁸ y que en nuestra opinión han constituido el germen que se ha materializado en la aparición de los "segundos mercados"; estos factores son:

- la necesidad de abaratar los costes de captación de recursos por parte las empresas;
- el aumento de la demanda de fondos;
- la elevación de los tipos de interés;
- el crecimiento de una oferta institucional derivada de los cuantiosos déficits estructurales del sector público y estimulada en ocasiones con importantes beneficios fiscales.

²⁸José B. Terceiro. "Estudio sobre el mercado de valores". Papeles de Economía Española, no. 36. 1988

Los mercados de valores han experimentado en los últimos años rápidas transformaciones, como respuesta a los profundos cambios sucedidos en el entorno. La reducción, en unidad de tiempo, de las distancias geográficas, así como los procesos que permiten tratar cantidades cada vez mayores de información, en períodos cada vez menores, han roto los esquemas tradicionales de estos mercados.

Sin entrar a considerar en este capítulo los otros mercados distintos a las Bolsas, las primeras manifestaciones de reconocimiento de que los mercados del futuro serían informatizados, vinieron de Canadá y Australia. En estos países se empezaron a desarrollar acuerdos de conexión informática entre las bolsas al objeto de conseguir un mercado de gran alcance.

No obstante, los primeros intentos de cambio se iniciaron en los años sesenta, en Europa, concretamente en Gran Bretaña y Francia, intentando concentrar la mayoría de operaciones en una gran Bolsa. A principio de los años setenta se iniciaba la reforma de los mercados de valores americanos, esta reforma perseguía fundamentalmente los siguientes objetivos: eliminar la prohibición que sufrían los agentes intermediadores de operar en varios mercados a la vez; libertad de comisiones y establecimiento de un sistema informático inter-bolsas.

En 1980, la Comisión de la CEE organizó un Seminario de expertos con el propósito de definir un mercado comunitario de valores. Los principios aprobados por el Seminario fueron: no concentrar el mercado comunitario en una Bolsa; aprovechar la estructura existente y

crear un sistema de interconexión entre las bolsas²⁹. Pero hasta hoy, la falta de colaboración del Stock Exchange británico ha impedido lograr un necesario acuerdo de financiación para llevar a cabo tal proyecto.

En 1986, dentro de un proceso más profundo la Bolsa de Londres llevó a cabo una nueva reforma al estilo de la desarrollada por los mercados de valores americanos, el famoso "Big Bang"³⁰. Un año más tarde Francia hizo lo propio, rompiendo el marco jurídico napoleónico, en el cual las bolsas eran de carácter público y sus agentes tenían nombramiento oficial, convirtiéndolas en instituciones de naturaleza privada y estableciendo las conexiones necesarias para unificar el mercado; también Italia acometió su reforma en 1988.

En España, la reforma bursátil, al igual que la de otros países, se ha fijado como objetivo conseguir mayor eficiencia operativa y mayor seguridad de los mercados. Para este propósito se ha dado prioridad al fomento de la competencia; al aumento de la capacidad financiera de los intermediarios y al establecimiento de mecanismos adecuados de difusión de la información y de supervisión de las operaciones y de los intermediarios del mercado. De acuerdo con estos fines destacan los hechos siguientes: libertad de acceso a la condición de intermediario en los mercados de valores y a la condición de miembro de los mercados organizados;

²⁹*La propuesta se concretó en el proyecto I.D.I.S., cuyo propósito era establecer las fórmulas de contratación adecuadas entre los operadores de las diferentes bolsas. Jordi Planasdemunt. "Borsa. Mercat de Valors". Revista económica de catalunya, no.11, Maig-Agost 1989.

³⁰W. A. Thomas. The Big Bang. Philip Allan Publishers Limited. Oxford 1986.

constitución de un organismo regulador y supervisor de carácter público; posibilidad de que los intermediarios operen por cuenta propia; liberalización de los precios de la intermediación en valores³¹.

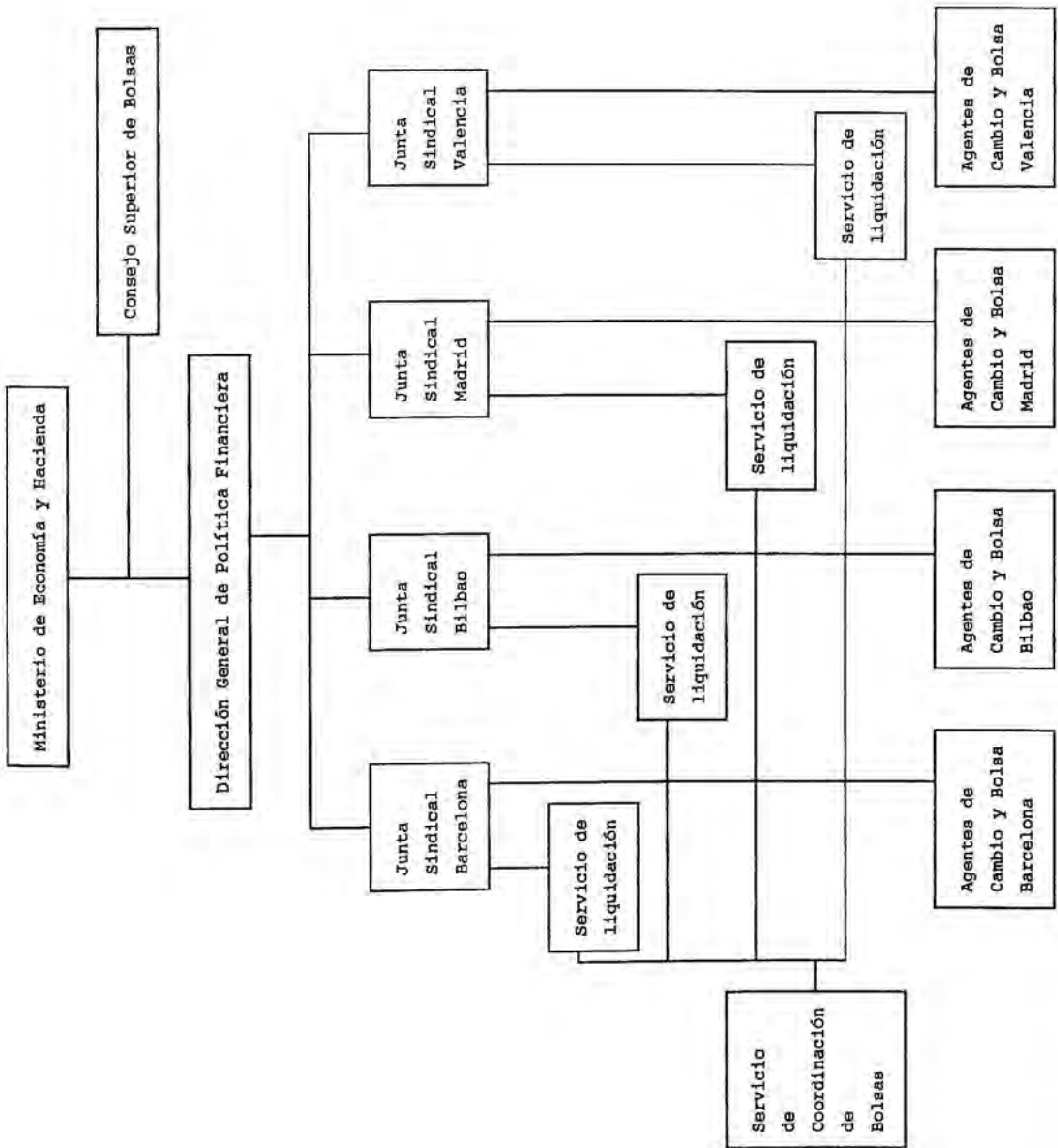
Esta reforma global se concreta en la Ley del Mercado de Valores, parcialmente en vigor desde enero de 1989 y plenamente a partir del 29 de julio de 1989, que se concibe como una ley marco que dota de coherencia interna todo el ordenamiento de los mercados de valores.

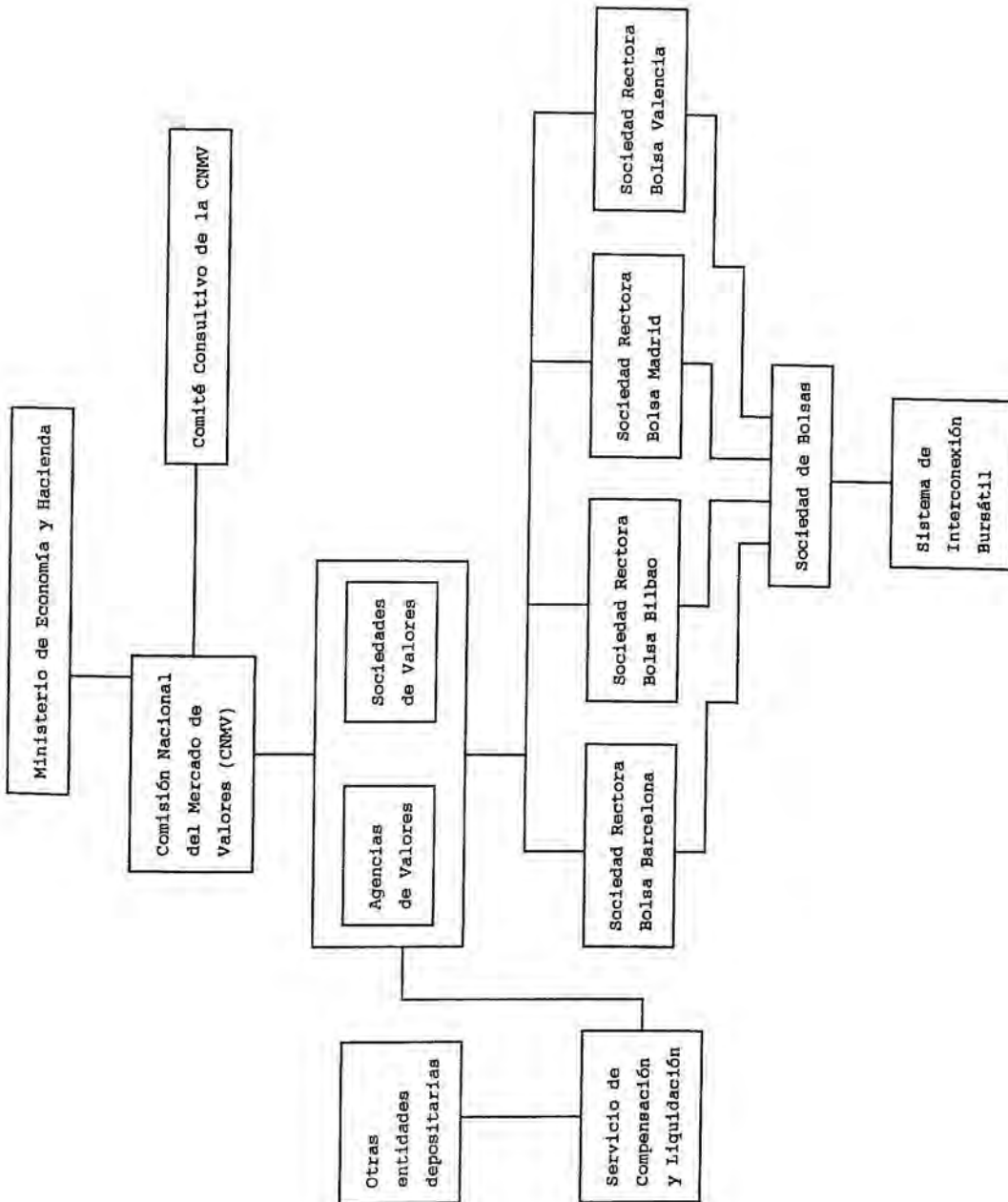
La ley distingue tres categorías de mercados organizados:

- Las Bolsas de Valores.
- El mercado de la Deuda Pública en anotaciones.
- Otros mercados secundarios oficiales a los que el gobierno pueda otorgar dicha condición.

La ley 24/1988 ha modificado el panorama institucional de las bolsas, creando una serie de entidades hasta entonces inexistentes y modificando de manera importante otras ya en funcionamiento, como se desprende en los cuadros de las páginas siguientes, que muestran la estructura del mercado de valores antes y después de la reforma.

³¹Victor García-Vaquero y Fernando Gutiérrez. "Evolución reciente del mercado bursátil. Desarrollo y resultados de la reforma". Banco de España-Boletín Económico, Marzo 1990.





La Ley 24/1988 ha modificado el panorama institucional de las bolsas, creando una serie de entidades hasta ahora inexistentes y modificando de manera importante otras ya en funcionamiento como puede observarse en los gráficos anteriores. A continuación se citan estas entidades:

- a) **La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).** Organó central de la nueva estructura del mercado de valores. Es una entidad de derecho público cuyo objeto principal es: regular, supervisar e inspeccionar de mercado de valores y la actividad de todas las personas físicas o jurídicas que intervienen en él.

- b) **Las sociedades y agencias de valores.** La Ley 24/1988 suprime la figura del agente de cambio y bolsa y la sustituye por una forma societaria. Se suprime la obligatoriedad de la fe pública en las transacciones bursátiles y se exige simplemente, la mediación por una sociedad o agencia de valores.

- c) **Las sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores.** Son sociedades anónimas que tienen como únicos socios todas las sociedades y agencias de valores que sean miembros de la bolsa correspondiente. Su función es:
 - . Regir y administrar las bolsas de valores.
 - . Autorizar la admisión de valores a cotización.
 - . Facilitar al público la información relativa a la contratación y los estados financieros de las sociedades admitidas.

Respecto a la posición que tenían las antiguas Juntas Sindicales, las sociedades rectoras han perdido:

- La categoría de miembro del mercado.
- La condición de intermediario financiero.
- La condición de depositario de valores.
- La realización de operaciones de custodia o depósito de valores extranjeros y ser la entidad de enlace en el proceso de negociación de este tipo de valores.

d) La Sociedad de Bolsas. Sociedad anónima responsable del Sistema de Interconexión Bursátil. Está constituida por las 4 sociedades rectoras de las actuales bolsas. Operativamente, la Sociedad de Bolsas se diseña como una quinta bolsa, mucho más amplia y de ámbito nacional.

e) El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV). Reorganiza todo lo referente a la liquidación y compensación de valores.

La aplicación de la ley ha supuesto cambios importantes en todos los aspectos del panorama bursátil español; sin embargo los más sobresaliente han sido: el experimentado por los intermediarios que han tendido a la concentración y especialización y la pérdida de peso específico de las Bolsas periféricas en beneficio de la de Madrid.

Todas las transformaciones experimentadas en los mercados de valores a escala mundial han sido consecuencia de los continuos cambios experimentados por el

propio sistema económico. En todo este proceso aparecen y/o son generados por él los siguientes fenómenos:

- . Liberalización o "desregulación"³² de los mercados de valores.
- . Eficaz protección a los inversores. Las autoridades financieras comprenden que la apertura de los mercados puede introducir nuevos y mayores riesgos que podrían poner en peligro la estabilidad financiera internacional³³.
- . La "securitización"³⁴;
- . La aparición de fondos de inversión de gran dimensión ha alterado fundamentalmente la distribución, composición y operativa de las bolsas de valores y ha favorecido su internacionalización.
- . La creciente informatización ha convertido la mayoría de bolsas en centros de alta tecnología con todos sus ventajas y cómo no, algunos

³²Supresión de las trabas legales que impiden la competitividad de los mercados financieros bursátiles; eliminación de restricciones a los movimientos de capitales y de barreras fiscales, posibilidad de creación de nuevos instrumentos financieros, etc.

³³Esta preocupación provoca la creación o el refuerzo de instituciones de control en materia financiera y bursátil cuyo objetivo será potenciar la transparencia de quienes emiten títulos valores, la información de los sujetos que actúan en los mercados y la normativa referente a fusiones, adquisiciones y absorciones de empresas.

³⁴Sustitución de la intermediación bancaria clásica por emisiones de títulos. Fomenta la aparición de nuevas clases de títulos financieros distintos de las tradicionales acciones y obligaciones.

de sus inconvenientes (posibilidad de fraudes informáticos).

El resultado final ha sido una internacionalización y descompartimentación de los mercados y una diversificación de los activos financieros, que se ha traducido en un sano aumento de la competencia que ha impulsado una mayor eficiencia del mercado, obligando a cambios tales como la ampliación del tiempo real de contratación (mercado continuo³⁵), utilización de servicios y sistemas internacionales de compensación, la

³⁵El Mercado Continuo viene a responder a la necesidad de modernización del sistema de contratación actual, es un sistema de contratación asistido por ordenador y permite que los operadores dirijan sus órdenes al mercado mediante unos terminales conectados a un ordenador central. Este mercado supone:

- Una continuidad en la contratación. Esta continuidad se refiere no sólo al tiempo dedicado a la contratación, que pasa a ser de ocho horas, sino también a una continuidad en la formación de los precios, ya que durante todo este tiempo, los precios de las operaciones varían en función de las posiciones de oferta y demanda manifestadas en el mercado, sin que los precios de las operaciones ya efectuadas sean condicionantes del de las siguientes.
- La interconexión informática permite formar para los valores que contraten a través de este sistema un precio único.
- La igualdad en lo referente a los horarios, normas y reglas de funcionamiento del mercado.
- La existencia de un Organismo de supervisión y control del mercado que garantice la igualdad de oportunidades de acceso de todos los operadores al mercado y se encargue, así mismo, de difundir en tiempo real las noticias y hechos relevantes referentes a valores y sociedades que deban ser tenidos en cuenta a la hora de tomar una decisión referente a una operación.

El sistema está dotado de unos medios de seguridad que garantizan la confidencialidad de las órdenes introducidas por cada intermediario. Así mismo, todas las órdenes introducidas en el mercado, así como sus posibles ejecuciones, son registradas por el sistema, quedando constancia de cuales son las mejores posiciones de oferta y demanda existentes en el mercado en el momento de introducir la orden o de ser ésta negociada total o parcialmente. Normas de funcionamiento del mercado continuo. Barcelona, abril de 1989.

contratación por ordenador o la automatización de las operaciones de menor cuantía, por ejemplo.

Con la mecanización han aparecido nuevas formas de cerrar una operación de intermediación que las de presencia y viva voz³⁶. El problema que se deriva de la utilización de estas nuevas técnicas es que cualquier desajuste es de difícil reparación, y en consecuencia no se les puede encomendar el conjunto de todas las órdenes de compra y venta, más que en la medida en que su fiabilidad se encuentre totalmente asegurada.

Como consecuencia del carácter internacional de las actividades económicas, cada país busca activamente en los demás territorios tanto sus clientes como sus proveedores; por esta razón, los bancos extienden sus redes para ayudar en el extranjero a su clientela nacional y algunos mercados de valores, muy ágiles, intentan abrir oficinas de captación de empresas en países extranjeros (práctica desarrollada por el NASDAQ, mercado de valores automatizado que se desarrolla en el epígrafe 2.3.3.1. de este capítulo). Paralelamente, las grandes empresas, tanto para darse a conocer fuera de sus propios países, por prestigio, como para extender el círculo de los accionistas capaces de participar en sus ampliaciones de capital, han tratado de conseguir que sus acciones sean cotizadas en las plazas extranjeras³⁷.

³⁶U. Aletti, C. Algar, A.M. Coussement y otros. Op. Cit.

³⁷Andrés Suárez. Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa. Pirámide. Madrid, 1977.

Resumiendo, el espectacular desarrollo del comercio exterior y la proliferación de las industrias multinacionales, dan testimonio del ensanchamiento de las perspectivas a escala mundial³⁸. Como consecuencia de todo ello, en el terreno financiero, la evolución no ha resultado menos importante³⁹; no obstante, los desórdenes monetarios y las convulsiones políticas ocurridas en las dos últimas décadas, le han restado brillantez.

También los intermediarios se han visto obligados a cambiar su tradicional sistema de actuación, muy cómodamente regulado. La dinámica les ha forzado a diversificar sus actividades y, sobre todo, a elevar su volumen de negocio; en definitiva, a disminuir en número y a aumentar su talla, permitiendo este proceso la introducción de la tecnología de ordenadores en las operaciones bursátiles.

³⁸U. Aletti, C. Algar, A.M. Coussement y otros. Op. cit.

³⁹Varios autores. "Análisis Financiero: Nuevos productos y mercados". Papeles de Economía Española. Madrid, 1980.

2.3 - LOS OTROS MERCADOS: MERCADOS PARALELOS Y TUTELADOS.

2.3.1 - ORIGENES

Del mismo modo que las Bolsas de Valores nacieron espontáneamente, como una manifestación de la capacidad que tienen de cubrir sus necesidades las comunidades humanas que se mueven en un marco de libertades, no es menos cierto que dentro de un marco de tales características pueden cometerse, con mayor facilidad, atropellos y abusos que desprestigian a las instituciones y dificultan su posterior desarrollo. Para protegerse de tal eventualidad, las Bolsas han ido diseñando su propio marco jurídico. Éste se ha ido creando por autorregulación, para así alcanzar el objetivo de defensa de los intereses colectivos dentro de un orden jurídico emanado de instituciones que, con el tiempo, fueron adquiriendo una categoría oficial.

La finalidad primaria de facilitar la circulación financiera y proveer al sistema económico de la mejor asignación de recursos, se ha unido al carácter proteccionista de la defensa de los intereses colectivos. Sin embargo, el propio marco jurídico creado por las Bolsas para conseguir tales fines ha formado una barrera que frecuentemente ha resultado desincentivadora para la incorporación de nuevas realidades de la sociedad más

vitales y evolutivas que han encontrado dificultades para la entrada y permanencia en esos mercados.

Debido a tal rigidez, los viejos cauces han resultado insuficientes para conducir las nuevas corrientes, y el mismo motor que gestó el originario mercado de valores -la búsqueda de soluciones a las nuevas necesidades sentidas por el sistema-, ha propiciado la aparición de nuevas formas de mercados, destinados a satisfacer los nuevas requerimientos de la sociedad. Algunos autores denominan a estos otros mercados "mercados paralelos"⁴⁰, aunque en muchas ocasiones ese virtual paralelismo viene acompañado de una cierta tutela de los mercados oficiales, y se acercan más al significado de la expresión que nosotros apuntamos como "segundos mercados".

Ante todo, es preciso destacar que el concepto de "mercado paralelo" lleva implícita la existencia de otro mercado de referencia: el oficial. De hecho, siempre que dos sujetos económicos se ponen de acuerdo para intercambiar títulos de manera particular están realizando una operación fuera de los cauces oficiales, expresión pura del concepto de "mercado paralelo". Para facilitar su descripción se parte de un concepto amplio de mercado organizado, y de él se van separando las manifestaciones que son típicas del mercado oficial y que no pueden aplicarse a estos otros mercados.

⁴⁰Javier Torrente. "Los mercados paralelos". Boletín Financiero de Bolsa de Barcelona.

2.3.2 - CARACTERISTICAS

Los "mercados paralelos" están **organizados** funcionalmente y no están necesariamente regidos por disposiciones legales o reglamentarias. Su independencia de las normas de carácter legal los diferencia claramente de los mercados de valores por excelencia: las Bolsas. No obstante, nosotros estamos de acuerdo en situar en el amplio marco de los "mercados paralelos" los "segundos mercados", aunque éstos sí están sometidos a cierta reglamentación, mayor o menor, a criterio del organismo superior que los tutela.

Por lo que se refiere a los **intermediarios** que comercian en su seno, pueden no estar agrupados corporativamente y su actuación no tiene por qué estar regulada por reglamentos oficiales. No significa esto que no tengan una normas y costumbres por las que regirse. No obstante, el carácter fuertemente corporativo de los intermediarios oficiales no ha lugar. También es lógico que a medida que los mercados paralelos aumentan en importancia y las transacciones que en ellos se realizan cobran un mayor volumen, las autoridades gubernamentales se ocupen de dotar de cierta garantía a su organización y, fundamentalmente, exijan a sus intermediarios ciertas condiciones. De cualquier forma, los

intermediarios pueden convertirse en causa de diferenciación respecto a los mercados oficiales⁴¹.

Por lo que se refiere a los "segundos mercados", observamos que en la mayoría de países existe cierta legislación referida a los agentes que intermedian estas operaciones.

Al tratar el tema de su localización en el espacio, los "mercados paralelos", por definición, no precisan la existencia de un lugar físico donde se centralicen las operaciones de intercambio. Normalmente se basan en las tecnologías modernas de comunicaciones rápidas y de información simultánea en lugares muy separados espacialmente. En la actualidad esta característica ya no puede atribuirse sólo a estos mercados ya que es compartida por muchos mercados oficiales y "segundos mercados".

El objeto de contratación en este mercado es idéntico al del mercado oficial: los valores mobiliarios. Sin embargo, se considera oportuno mencionar que, en algunos de los "mercados paralelos", los valores objeto de contratación, o bien tienen unas características económicas diferentes de los cotizados en los mercados oficiales, o bien tienen unas características jurídicas que no los hacen aptos para ser objeto de contratación en las Bolsas.

⁴¹Al hablar de mercados oficiales nos estamos refiriendo exclusivamente a las tradicionales Bolsas de Valores, si bien somos conscientes de la inexactitud de tal expresión ya que la práctica totalidad de "segundos mercados" gozan de cierta oficialidad.

Las operaciones se efectúan de acuerdo con **critérios de funcionalidad** y sus requisitos formales y materiales no se basan en reglamentos de tipo bursátil.

No es obligatorio publicar las operaciones realizadas. Cuando se hace es para obtener mayor difusión de estos mercados. En los mercados oficiales, tal requisito no puede obviarse, para lo cual se dispone de los cauces adecuados. Los "segundos mercados" tienen menores exigencias de publicidad pero, la propia tutela que sobre muchos de ellos ejercen los que denominamos mercados oficiales, hace que suelen presentar su información junto a la de los primeros.

Los **precios** se fijan en ocasiones de forma rápida, por medios tecnológicos y por contratación directa entre las partes. No puede hablarse siempre de cotización oficial. Esta es una de las características más relevantes del mercado paralelo y es el resultado de la importancia que en su estructura y funcionamiento adquiere la moderna tecnología.

La forma de contratar y de obtener el precio en los mercados paralelos se basa fundamentalmente en la posibilidad de conectar a través de medios generalmente electrónicos, pequeños centros de contratación o "dealers"⁴² individuales a lo largo de una red nacional y en lapsos de tiempo mínimos. Los precios se determinan, bien por procedimientos electrónicos en los que una serie de ofertas comunes van a ordenadores que dis-

⁴²Voz inglesa, utilizada internacionalmente para nombrar genéricamente a un intermediario.

tribuyen a su vez a terminales en los diferentes despachos, o bien mediante el cierre directo o individual de operaciones aisladas por teléfono.

Es evidente que esta forma de operar no determina la formación de un precio o cambio oficial y que el precio o cambio que se obtiene en este tipo de transacciones puede servir, a lo más, como orientación en las sucesivas tendencias de este mercado o en las operaciones que se realicen sobre el mismo tipo de valor con más o menos simultaneidad, pero no tiene trascendencias jurídicas ni económicas en la vida mercantil, referidas a la fijación de una cotización oficial respecto a valoraciones jurídicas y fiscales. Por otra parte, la transparencia que se obtiene en la contratación y la publicidad del precio dependerá exclusivamente de la perfección de los elementos tecnológicos con que cuente el mercado en cuestión, que en muchos casos es del mismo nivel que los mercados oficiales.

2.3.3.- EJEMPLOS MAS DESTACABLES

A continuación se describirán alguno de estos "submercados" que se asientan en un grupo de países desarrollados.

Todos ellos poseen elementos comunes; sin embargo esto no significa que sean muy parecidos ni que su origen haya sido el mismo.

En primer lugar, de los mercados de EE.UU. se analizará el "Over-the-Counter Market", mercado de origen secular y muy arraigado en la sociedad financiera americana. Este mercado ha experimentado una gran eclosión al establecer conexiones informáticas entre gran número de sus intermediarios.

A continuación desarrollaremos uno de los sub-mercados británicos, el "Unlisted Securities Market", mercado propiciado desde la propia Bolsa de Londres, en un intento de favorecer la financiación de pequeñas y medianas empresas y minimizar a la vez los circuitos británicos del Over-the-counter⁴³.

⁴³Mercados Over-the-counter son todos aquellos que escapan a los circuitos tradicionales, y como tales han existido siempre, existen y en el futuro seguirán cerrándose operaciones en las que para nada intervengan intermediarios más o menos reconocidos.

De los franceses se estudiará en profundidad el "Second Marché", pero también se hará una breve alusión al mercado "Hors cote", que a pesar de haber sido en cierta medida el "padre" del "Second marché", sigue coexistiendo con él aunque su operativa adolece de escasa relevancia. Ambos, han querido asumir el reto de la financiación de empresas y la aclimatación de compañías antes del pase definitivo a la Bolsa Oficial.

Para cerrar el elenco de mercados extranjeros describiremos dos de los mercados italianos, principalmente el "mercato ristretto", completándose la exposición del modelo italiano con una breve descripción del "Rete Nazionale" un nuevo mercado mobiliario para pequeñas y medianas empresas.

Finalmente, dentro de este capítulo, entraremos de lleno en el modelo español, analizando las distintas clases de "segundos mercados existentes", cuál debería ser su papel en el seno de la economía española y el porqué de su evolución.

2.3.3.1 - OVER THE COUNTER MARKET

Un ejemplo de los denominados "mercados paralelos" se encuentra en los Estados Unidos; es el Over-the-Counter Market (OTC)⁴⁴, que si tuviéramos que traducir más o menos literalmente lo llamaríamos "Mercado de mostrador", expresión no excesivamente afortunada. Otros expertos tienden a denominarlo como "Mercado de mutuo acuerdo". En nuestra opinión tampoco el segundo modo expresa la verdadera filosofía del OTC; porque se supone que, si estos mercados se organizan en un contexto de libertades, lo cual es un requisito imprescindible, el mutuo acuerdo siempre debe producirse entre el comprador y el vendedor al pactar o aceptar ambos el mismo precio. Ésta es la dinámica natural, sea cual fuere el mercado en el que se comercie, el New York Stock Exchange, la American Stock Exchange etc. (por citar algunos ejemplos de U.S.A.).

En nuestra opinión es más ilustrativo denominarlo "Mercado extrabursátil", puesto que precisamente en él se llevan a cabo todas las operaciones que no se realizan bajo el amparo de los mercados oficiales (si por mercados oficiales entendiéramos únicamente bolsas de valores). Pero también presenta problemas utilizar esta expresión porque, realmente existen otros mercados que tienen carácter oficial y que no son propiamente la Bolsa de Valores (muchos de los "segundos mercados" en

⁴⁴Tom Wilmot. Inside the Over-The-Counter Market. Woodhead-Faulkner. Cambridge 1985.

Europa). No obstante la literatura especializada en estos temas, prefiere utilizar las expresiones originarias, sobre todo aquellas de origen anglosajón, quizás porque no sea fácil encontrar una expresión breve y adecuada que en una simple frase resuma la filosofía del modelo.

Orígenes y características generales

El mencionado término se acuñó, como hemos mencionado, para nombrar a aquellas operaciones con valores que se realizaban fuera de la tutela de la Bolsa Oficial. La expresión OTC aparece por primera vez en una obra de James K. Melbury --"Men and Mysteries of Wall Street"-- fechada en 1871. Aunque este mercado alcanzó un buen grado de desarrollo, especialmente durante la Guerra de la Independencia en América, es a partir de 1971 cuando con la implantación de sistemas de comunicación organizados con soporte informático, una parte de este mercado logra niveles de crecimiento insospechados a la par que consigue que, gracias a la transparencia, los precios sean muy competitivos.

--Esta forma de mercado se puede encontrar en cualquier lugar del mundo, ya que cuando se enfrenten quienes deseen vender títulos y quienes tengan por objetivo comprarlos y se pongan de acuerdo en cerrar la operación, sin normas que les obliguen a fijar determinado tipo de condiciones estaremos en un mercado OTC. Pero lo cierto es que donde mayor desarrollo ha alcanzado esta forma de operar ha sido en U.S.A.--

Antes de continuar con la descripción del OTC sería conveniente mencionar la actitud de la autoridad

económica frente a situaciones concretas sufridas por la sociedad americana en la primera parte del siglo y que explican el control que existe hoy en los mercados de valores. El OTC era, en principio, un mercado exento de regulación. El origen de la misma, como se puede deducir, se encuentra en el crack del año 29⁴⁵ y las circunstancias que caracterizaron el mercado bursátil americano antes y después de la crisis. En un marco totalmente liberal, la euforia de un alza ininterrumpida durante cinco años (1924-1929), creó el ambiente idóneo para que los abusos y las manipulaciones llegaran a ser prácticas usuales⁴⁶. Al iniciarse la década de los 30 la comunidad financiera estaba totalmente desacreditada⁴⁷, miles de americanos habían perdido sus ahorros; la excesiva especulación, el alto riesgo y la imprudencia de inversores y banqueros habían convertido en un caos el mundo de las finanzas.

Estos hechos⁴⁸ sembraron tal desconfianza en la institución bursátil que impulsaron a los poderes públicos a intervenir y en consecuencia, legislar⁴⁹ sobre

⁴⁵Jacques Néré. 1929: Análisis y estructura de una crisis. Biblioteca Universitaria de Economía. Guadiana de Publicaciones, S.A. 1970.

⁴⁶Charles P. Kindleberger. The World in Depression, 1929-1939. Allen Lane. The Penguin Press. 1973.

⁴⁷Richard H. K. Vietor. Wall Street and Regulation. Harvard Business School Press. 1987

⁴⁸J.K. Galbraith. El crack del 29. Ciencia Humanas. Biblioteca Breve. Seix-Barral, S.A. Barcelona 1965.

⁴⁹Richard H.K. Vietor. Op. cit.

Cada norma, por si sola es el fiel reflejo de una política de contención y estabilización encaminada a estructurar el sistema financiero.

- The Federal Home Loan Bank Act of 1932

- The Banking Act of 1933

el tema -hasta entonces, como hemos mencionado con anterioridad, había imperado el "free banking" y los resultados eran evidentes.

Después de la elección de Roosevelt, en noviembre de 1932, se encargó a un Comité del Congreso una investigación a fondo de los desórdenes del mercado de valores; el resultado de las tareas de esta Comisión fue la primera disposición legal dirigida a controlar las operaciones bursátiles: la "Securities Act of 1933"⁵⁰. Dentro de la misma línea, al año siguiente aparecía la "Securities Exchange Act of 1934"⁵¹, siendo el principal propósito proteger la seguridad de los inversores⁵².

En el marco de esta segunda ley es donde se crea la SEC⁵³, convirtiéndose en 1934 en una de las Agencias

-
- The Securities Act of 1933
 - The Securities Exchange Act of 1934
 - The Federal Credit Union Act of 1934
 - The Banking Act of 1935
 - The Maloney Act of 1938
 - The Investment Company Act of 1940
 - The McCarran-Ferguson Act of 1945

⁵⁰"Securities Act of 1933". United States Securities and Exchange Commission, Diciembre de 1987.

⁵¹ a) Susan M. Phillips and J. Richard Zecher. The SEC and the Public Interest. MIT series on the Regulation of Economic Activity. The Massachusetts Institute of Technology, 1944.

b) "Securities Exchange Act of 1934". (Includes: Insider Trading & Securities Fraud Enforcement Act of 1988). United States Securities and Exchange Commission, 19 de Noviembre de 1988.

⁵²"Public Sale of Securities in the United States. A guide for Foreign Bankers". Peat, Marwick, Mitchell & Co. New York 1981.

⁵³La SEC está formada por cinco Comisionados designados por el Presidente de EE.UU.

Federales con carácter cuasi-judicial y capacidad reguladora, que alternará con su faceta de consejera⁵⁴, se ocupa de hacer cumplir correctamente las mencionadas Leyes⁵⁵.

Tienen cinco años de ejercicio, establecidos de modo que cada año sólo cesa uno de los cinco cargos. En su inicio el presidente o "chairman" de la Comisión era elegido por los propios miembros; más tarde acostumbra a ser nombrado por el Presidente de la nación.

Se establece la condición de que más de tres miembros no pueden pertenecer al mismo partido político.

Uno de los servicios más importantes de la SEC es la "Office Policy Research", cuya principal función es aconsejar cuando se plantean distintas alternativas para la resolución de problemas bursátiles.

También ha intervenido en el mercado de valores, bien con recomendaciones, bien adoptando decisiones reglamentarias o elaborando textos cuya votación debe someterse al Congreso.

Entre sus iniciativas destacan las que se refieren a:

- Distinción de funciones entre "dealer" y "broker";
- Reglamentación de las operaciones de venta en descubierto y operaciones "on margin";
- Las medidas para evitar la manipulación de los precios en el mercado bursátil;
- Fijación de condiciones respecto al nivel de recursos propios y endeudamiento de las firmas de "brokers";
- Preservar la competencia entre las firmas de intermediarios.

Aunque las Bolsas son autónomas para establecer su propia reglamentación, la SEC y los órganos de dirección de las Bolsas, trabajan en estrecho contacto.

La acción supervisora se concreta en distintos aspectos. Entre otros, ejerce el control del cumplimiento de las disposiciones que limitan la concesión de créditos a la Banca; de la actividad de los "brokers", especialmente aquellos que no se encuentran integrados como miembros de una Bolsa; el de las firmas que integran el Over-the-Counter Market.

Otra de las funciones de la SEC es la de realizar auditorías periódicas a las firmas de "brokers" y "dealers".

En la SEC se encuentran registrados los mercados bursátiles que desarrollan su actividad en los EE.UU., así como sus miembros y los valores que están inscritos en la cotización.

⁵⁴ a) William McCheaney Martin, Jr. "The Securities Markets. A Report with Recommendations". New York Stock Exchange, 5 de Agosto de 1971.

b) A.A. Sommer, Jr. "Can The SEC help Capital Markets?". News Securities and Exchange Commission. The Conference Board. New York City, 15 de Mayo de 1975.

⁵⁵93 a) D Congress 1st Session (December 11, 1973). S.2519. A.BILL
To amend the "Securities Act of 1934" to facilitate the development of a national market system, to provide for regulation of securities information processors, to remove unnecessary burdens on competition, to strengthen and improve the Securities and Exchange Commission's oversight of self-regulatory organizations, and for other purposes.

b) Ray Garret, Jr. "Continuity and New Challenges". News Securities and Exchange Commission. Securities Regulation Institute. University of California, 16 de enero de 1974.

Además de ésta legislación general para todo el Estado, existen unas leyes particulares aplicadas por cada uno de los Estados miembros.

Retomando de nuevo al estudio del OTC, recordemos que éste surgió como un mercado sin organización, ni regulación, ni ubicación física. Los inconvenientes, en cuanto a transparencia y seguridad para los inversores, que podía tener en sus orígenes se superaron al automatizarse. Hoy es un mercado paralelo descentralizado pero organizado y más o menos normalizado. La asociación de profesionales responsable de la reglamentación del OTC es la "National Association of Security Dealers" (NASD)⁵⁶.

En la década de los setenta y gracias a los avances en el campo de la informática, se crea, en 1971, un sistema de cotización automatizada denominado NASDAQ⁵⁷ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System), con él queda superado el problema de la transparencia.

Admisión de sociedades

La entrada en este mercado es relativamente fácil: una empresa que desea que sus títulos sean cotizados en

c) Securities and Exchange Commission. "The Work of the Securities and Exchange Commission. Washington, Abril de 1974.

⁵⁶Tom Wilmot. Op. Cit.

⁵⁷Usualmente se acostumbra a diferenciar entre el OTC general y el NASDAQ (surgido en el seno del propio OTC), que está sujeto a cierta normativa tendente a proteger al inversor.

el OTC, sólo necesita registrarse en la "Securities Exchange Commission" (SEC)⁵⁸ y editar un folleto informativo; para ser admitida en el sistema NASDAQ necesita cumplir unos requisitos más estrictos, aunque inferiores a los exigidos por las Bolsas oficiales. Los intermediarios que se encargarán de sacar la compañía al mercado deberán ser miembros autorizados por la NASD.

Valores negociables

En el OTC se contratan los valores emitidos por cualquier empresa americana, sea cual fuere su tamaño, su forma jurídica, las mercancías o los servicios producidos: ya sean emitidos dichos valores por sociedades concesionarias de servicios públicos o por empresas privadas. La mayor parte de bancos y de compañías de seguros tiene sus títulos cotizados en el OTC y lo mismo ocurre con un gran número de valores extranjeros.

Condiciones de negociación

Los intermediarios financieros, llamados "market makers"⁵⁹, se manifiestan dispuestos a comprar o vender valores a los cambios que ellos señalan. Los "dealers" pueden operar por cuenta propia, poseen habitualmente

⁵⁸Sidney Robbins. The Securities Markets. Operations and issues. The Free Press, Collier-Macmillan Limited. New York 1966.

⁵⁹Intermediario financiero especializado en comprar y vender determinados títulos en concreto. Se encarga de que siempre exista mercado para esos valores determinados, ya sea ofreciendo títulos o recomprándolos. The Penguin Dictionary of Economics. Graham Bannock, R.E. Baxter and Evan Davis. Fourth Edition 1987.

un determinado stock de valores, de suerte que los pueden entregar a otros "dealers" o "brokers"⁶⁰ que operan por cuenta de sus clientes "al por menor".

Desde el punto de vista de la contratación es un hecho observable que, durante muchos años, únicamente los inversores individuales han estado incluyendo en sus carteras títulos cotizados en el OTC. Recientemente se ha constatado un cambio en tal comportamiento ya que las instituciones (Mutuas, Fondos de Pensiones, Bancos, Compañías de Seguros, etc.), que ordinariamente tomaban títulos de las Bolsas oficialmente reglamentadas, se han convertido en activos inversores de este mercado, especialmente comprando títulos de nuevas compañías (generalmente de pequeñas dimensiones). Esta actitud ha potenciado sobremanera este mercado, hasta el punto de que el crecimiento experimentado en el OTC no sólo ha igualado, sino que incluso ha superado, el incremento de las operaciones que se contratan en el New York Stock Exchange (NYSE).

Plazas de cotización

El mercado OTC, que incluye:

Este término se ha traducido en ocasiones como "hacedor de mercado", expresión no excesivamente afortunada. El "market maker" opera fijando conjuntamente precios de compra y venta; de esa manera ofrece liquidez y títulos al mercado.

⁶⁰Intermediario o agente entre dos partes que quieren perfeccionar un contrato. Los "brokers" operan en muy variados campos de la actividad económica pero cuando el término hace referencia al mercado de valores explica la figura del intermediario financiero que opera por encargo de terceros, ya sea comprando o vendiendo. The Hamlyn Dictionary of Business Terms. Leo Liebster and Colin Korner, 1989

1º) el mercado nacional, en el que se negocian títulos de ámbito nacional y que presenta un elevado volumen de transacciones;

2º) diversos mercados regionales en los que se acostumbra a contratar activos de carácter local con bastante frecuencia y regularidad;

3º) otros mercados que por sus particulares características, dimensión del capital y el pequeño número de accionistas, registran transacciones con menor regularidad.

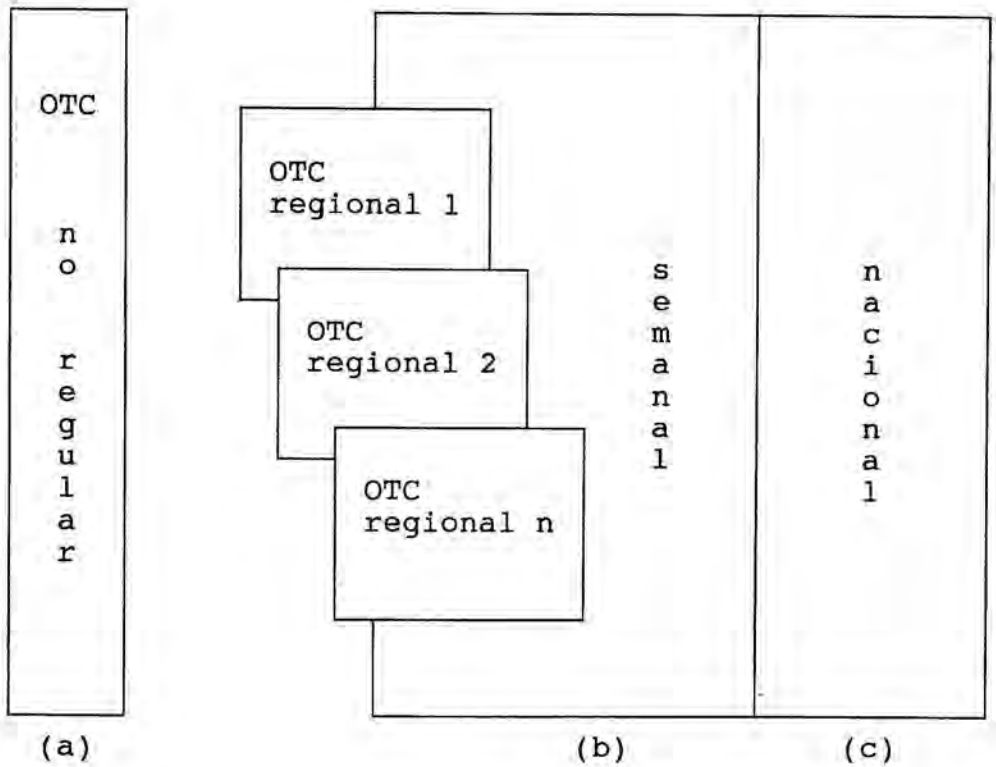
constituye un segmento muy importante del conjunto global de los mercados de valores⁶¹.

Así, todas las compras y ventas de los valores que no sean cotizados en las Bolsas reglamentadas son efectuadas en los EE.UU. en el OTC. Dicho mercado no tiene una sede concreta, sino que está constituido por una red de varios miles de "dealers", instalados por todo el territorio de los EE.UU., que compran y venden valores por teléfono, por teletipo, o mediante un sistema de comunicación electrónica.

En la página siguiente se representa esquemáticamente la distribución de este mercado: ⁶²

⁶¹Paul F. Jessup and Roger B. Upson. Returns in Over-The-Counter Stock Markets. University of Minnesota Press. Minneapolis 1973.

⁶²Paul F. Jessup and Roger B. Upson. Op.Cit. (Pág. 5)



Publicación de las cotizaciones

(a) Sólo una pequeña parte de los títulos que se cotizan en este submercado anuncia sus cambios en la prensa. Este mercado no cotiza con regularidad, lo forman compañías de pequeña dimensión.

(b) La mayor parte de los periódicos locales anuncian las cotizaciones de las acciones de este mercado regional que está tutelado por la NASD regional. También aparecen publicados semanalmente en el "Wall Street Journal". En estos mercados cotizan compañías de ámbito local y las operaciones acostumbran a circunscribirse a la zona de influencia.

(c) Aparecen regularmente publicados en el "Wall Street Journal", como los títulos que se cotizan en las Bolsas oficiales. El OTC nacional opera en todo el territorio de los EE.UU.

Ventajas del OTC

El OTC, aun siendo un mercado especulativo⁶³, está totalmente consolidado y con controles de garantía que parecen suficientes para la defensa de los intereses de los inversores. En él cotizan libremente títulos extranjeros; tanto es así que recientemente el NASDAQ está abriendo delegaciones en los principales países desarrollados con el objeto de atraer nuevas empresas a cotizar.

Pero en honor a la verdad, no se puede hablar de verdaderas ventajas de este mercado respecto al oficial ya que tiene mayores riesgos pero no mayores ganancias. Sólo una pequeña parte de los valores que se negocian en el OTC tienen una relación riesgo-ganancia ventajosa.

Sin embargo, a pesar de lo mencionado, algunos inversores concentran el grueso de sus carteras en valores del OTC. Una explicación lógica ante tal comportamiento sería suponer que tales inversores no conocen verazmente los parámetros de ganancias que se obtienen en los mercados oficiales y únicamente se mueven a

⁶³Salvatore Alfano. Work of the dividend department. New York Institute of Finance. Prentice-Hall, 1987.

expensas del efecto "escaparate" de los valores de éxito, ya que los valores estancados gozan de menor publicidad. Pero si estos inversores tropiezan con algún valor "malo", acostumbran a desprenderse de toda su cartera de OTC para invertir en la Bolsa Oficial, con mayores garantías.

Si conociendo adecuadamente la relación riesgo-ganancia se siguen manteniendo importantes paquetes de títulos del OTC, parece razonable suponer que ello ocurre porque, además de buscar la diversificación de carteras, los inversores persiguen otros parámetros distintos a los tradicionales; por ejemplo, pueden preferir financiar empresas no contaminantes a otras que aún ofreciendo una relación de riesgo-ganancia superior perjudican el medio ambiente.

2.3.3.2 - UNLISTED SECURITIES MARKET

Orígenes y características generales

Como respuesta a las nuevas necesidades surgidas a raíz de la crisis del petróleo de los años 70 y fijándose en el extraordinario éxito obtenido en los mercados paralelos de otros países desarrollados, el Stock Exchange (Bolsa de Londres) puso en marcha una serie de innovaciones para posibilitar el acceso a los mercados de capital de pequeñas firmas (entidades realmente necesitadas de financiación y que estaban excesivamente sometidas a los avatares del sistema crediticio).

En 1977 la Comisión Wilson⁶⁴ estudió la posibilidad de poner en funcionamiento un mercado de valores con menos requisitos, es decir de más fácil acceso, que se asemejara al establecido en USA bastantes años antes. Este mercado recibió el nombre de "Unlisted Securities Market" (USM). En algunos aspectos, el nuevo mercado se asemejaba más al OTC americano que a los otros "mercados paralelos" europeos -no a nivel informático-; sin embargo, la iniciativa de su creación fue claramente institucional y pretendía, además de facilitar financiación a pequeñas y medianas empresas, que

⁶⁴The Wilson Committee Review : "to improve the market mechanisms for dealing in unlisted securities ... in order to improve the marketability of equity in small companies". Tom Wilmot. Op. Cit.

no proliferasen excesivamente las operaciones al margen del mercado (OTC sin regular)⁶⁵.

De este modo, en Noviembre de 1980 empezó a funcionar el nuevo mercado, el USM, análogo al oficial, y en consecuencia regulado y centralizado, que rebajaba las condiciones impuestas por las Bolsas oficiales para adaptarlo a las necesidades de las pequeñas y medianas empresas.

La propia Bolsa, con afán de conseguir ampliar la cotización con el nuevo instrumento financiero, publicó un folleto destacando la existencia de la norma 163.2⁶⁶, del Reglamento del Stock Exchange, que permitía abaratar las transacciones por la vía de las comisiones. Con esta y otras medidas y la publicidad que se hizo al respecto, se convenció a un determinado segmento de la población de que el USM era un mercado interesante para las compañías y los accionistas.

⁶⁵Matilde Fernández Blanco. "La financiación en Bolsa de las P.Y.M.E.". Jornadas sobre la cultura de la empresa. Universidad de Alicante. Alicante 1988.

⁶⁶ a) Rule 163.2 of the Exchange, ahora Rule 535.2. Graham Hancock with Alan Doran. Going Public. The Market Unlisted Securities. Harper & Row. London 1987. (Pag. 89).

b) Esta norma permite negociar, ocasionalmente, con licencia del "Council" del Stock Exchange acciones de pequeñas compañías privadas o públicas; este tipo de negociación, previsto en los estatutos del USM, sigue estando vigente con algunas restricciones. "Unlisted Securities Market". The Stock Exchange.

c) "La norma 535.2 permite realizar de vez en cuando operaciones con valores no admitidos a cotización, posibilidad que obtuvo una mayor difusión tras el Informe del Comité Wilson. Pero aunque esa difusión se tradujo en un importante aumento de la actividad con este tipo de valores, las operaciones contempladas en la mencionada norma siguen estando, en su mayor parte, carentes de regulación. Lynton Jones. "Breve presentación del Segundo Mercado. Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero, no. 10.

Sin embargo la experiencia ha demostrado que, a pesar del buen desarrollo del mismo, muchos ejecutivos de empresas siguen desconociendo los procedimientos de entrada y las ventajas fiscales que puede reportar la flotación en este mercado. Aun así, se ha conseguido que participaran en él empresas que nunca hubieran cumplido los requisitos para entrar en el mercado oficial.

El USM inició su andadura en el comienzo de una coyuntura favorable, a finales de 1980 y vió reforzada su implantación por la menor rigidez de los requisitos a los que estaba sometido.

Admisión de sociedades

Las empresas que quieren introducirse en el USM necesitan el apoyo de todo un equipo de profesionales y especialistas, algunos de los cuales asumen riesgos⁶⁷ y responden con su prestigio profesional del éxito de la operación. De entre ellos debe resaltarse la figura del

67

En el mercado londinense han operado tradicionalmente dos tipos de intermediarios financieros, los "jobbers" y los "brokers". Los primeros eran intermediarios financieros cuyo objeto se concretaba en comprar y vender títulos por cuenta propia, se les denominaba también "market makers" (de la misma manera que el mercado americano se denominaba a los "dealers"). Antes del "Big Bang" -liberalización de gran parte de la operativa concerniente al mercado de valores- que tuvo lugar el 27 de octubre de 1986, los "jobbers" sólo podían realizar transacciones con los "brokers", que eran los que comerciaban en última instancia con el público. A raíz de la desregulación que trajo consigo el "Big Bang", quedaron abolidas las diferencias entre ambos intermediarios a la par que se liberalizó la fijación de tasas. Todos los miembros del Stock Exchange (Bolsa de Valores), "jobbers/brokers", son libres para comerciar entre ellos o directamente con los inversores, aunque otros, los "stockbrokers", nueva forma de nombrar a los antiguos "brokers", sólo compran y venden títulos por cuenta de otros, aunque se dedican, en ocasiones, a introducir activamente empresas en el USM.

"sponsor" cuyo papel es coordinar todo el proceso de salida a cotización y cumplir fielmente los requisitos fijados por el Stock Exchange. Las firmas pequeñas acostumbra a utilizar el stockbroker como "sponsor" ya que sus servicios son menos costosos que los de los tradicionales "merchant bank"^{es}.

El primer paso para la inscripción de sociedades en este mercado es examinar si la estructura de la compañía y su operativa son las adecuadas para entrar en un mercado de títulos secundario. También sus relaciones con subsidiarios y empresas asociadas. En el aspecto formal deben presentar, con el objeto de informar adecuadamente a los potenciales accionistas, un folleto explicativo de su historia reciente, balances y cuentas de resultados auditados, así como de sus expectativas futuras. Resumiendo, se precisan los requisitos siguientes:

- Tres años de existencia de la sociedad (excepcionalmente se admitirán a cotización compañías con una vida menor).
- Moderada publicidad.
- De cara a no encarecer la salida, las compañías cuyos títulos no hubiesen sido objeto de transacciones previas pueden iniciar la

^{es}Término utilizado en Gran Bretaña para nombrar a los bancos especializados en realizar servicios financieros sofisticados (no mantener las clásicas cuentas de depósito y crédito), introducir empresas en Bolsa, asegurar emisiones, gestionar carteras etc. Bancos muy conectados con las altas finanzas. The IFR Financial Glossary. IRF Publishing LTD. London, 1988.

cotización sin presentar los estados contables auditados, ya que la "Companies Act 1948" (Ley de Sociedades) exige que se deberán publicar los estados de aquellas sociedades cuyos títulos hayan sido objeto de transacción. No obstante, es común que, los propios intermediarios que se ocuparán de la salida a cotización deseen conocer bien la empresa y exijan a la misma la presentación debidamente auditada de sus estados de cuentas.

Métodos de salida

La introducción es una operación compleja que puede hacerse de varias formas:

- Cuando la empresa no necesita nuevo capital y solo desea poner en venta algunas de sus acciones para introducirse en el mercado, el método a utilizar será el de "Introduction"⁶⁹. Debe existir previamente un porcentaje mínimo de acciones en manos del público (10%). Este método es muy útil cuando se trata de empresas que ya cotizaban en el mercado extra-bursátil.
- **"Offer for Sale"**. Oferta Pública de Venta. En este caso la empresa entrega el paquete de acciones

⁶⁹Forma de salir a cotización de las compañías cuyas acciones están preparadas para obtener la cotización en el mercado de valores. Los intermediarios financieros que representarán el valor obtienen un depósito de acciones de la compañía y de esta manera pueden crear un mercado para esos títulos y fijar su cotización.

(generalmente un 25%) a un "broker" o agente a un precio determinado y posteriormente éste se encarga de distribuirlas en el mercado, también a un precio fijo. La diferencia entre los precios de compra y venta constituye la tarifa que percibe el agente por sus servicios. Esta forma de salida acostumbra a utilizarse cuando la emisión de títulos nuevos o puesta en venta de los viejos supera la cifra de 3 millones de libras esterlinas.

- **"Offer for Sale by Tender"**⁷⁰ . Podría traducirse por Oferta de Venta mediante propuesta. Constituye una variante al caso anterior; en ésta se invita al público inversor a que suscriba acciones de la compañía mediante la presentación de un prospecto explicativo. La sociedad manifiesta que cualquier oferta por debajo del precio de partida (mínimo) no será aceptada y que los títulos se asignarán al mejor cambio.

- **"Placing"**. Es la forma más común de entrar a cotizar en el USM. Permite ofrecer un trato de favor a los clientes de las casas de cambio o agentes. Debemos distinguir entre "Stock Exchange Placing"⁷¹ si se realiza ampliación y el "Private

⁷⁰Leo Liebster and Colin Horner. Op. cit.

⁷¹La venta de nuevas acciones en el mercado primario, (de emisión) usualmente a inversores institucionales, por medio de intermediarios financieros, tales como, firmas de "stockbrokers", de forma provisional, en nombre de la compañía que emite los títulos.

Placing"⁷² cuando se ponen a la venta títulos viejos.

El "Private Placing" a la baja se parece a las operaciones de "venture capital"⁷³ en las que determinados inversores toman participación de empresas sin que éstas estén cotizando en el mercado.

Mientras que la intención inicial era que los "Placing" llegaran a ser una manera fácil de colocar títulos a una pequeña parte del público, el método se ha convertido en la forma más popular de salida al USM; tanto es así que la Bolsa ha restringido su volumen a 3 millones de libras al año y tipo de acción.

También los "Placing" son atractivos para el emisor, ya que éstos evitan la incertidumbre asociada a la oferta pública. En otro orden de cosas es preciso resaltar que los costes de administración son bajos y los requerimientos de la Bolsa, en cuanto a publicidad, inferiores al de otros tipos de salida.

⁷²Este método "de colocación privada de títulos", minimiza el coste de nuevas emisiones de firmas pequeñas ya que no incorpora la publicidad y otros costes asociados con una oferta de venta o suscripción. Cuando se trate de títulos que nunca han cotizado, existen ciertas limitaciones, debe entregarse a los "market makers", para su distribución entre otros intermediarios financieros o a clientes, al menos el 25% del capital en acciones.

⁷³Ver pags. de 126 a 150.

Problema de la liquidez

Cuando los títulos no cotizan en los mercados de valores, su valor es incierto y su liquidez muy restringida. Con la admisión a cotización de las acciones parte de esta problemática queda resuelta, pero con la existencia, en el USM, de "market makers", que siempre están dispuestos a ofertar contrapartida, la liquidez es un objetivo plenamente alcanzable.

Experiencias recientes

A través de estudios actuales se ha demostrado que el motivo más importante por el que la mayoría de empresas han entrado a cotizar en los dos últimos años ha sido para facilitar sus necesidades de expansión⁷⁴.

También se ha puesto en evidencia que un 42% de dichas compañías ya tenían una pequeña parte de sus títulos distribuidos entre el público, antes de entrar a cotizar.

Curiosamente, mientras el 40% de las compañías que entraban a cotizar en el mercado oficial habían considerado también la posibilidad de hacerlo en el USM, sólo el 31% de las que habían entrado directamente en el USM había contemplado la posibilidad de hacerlo en el oficial.

⁷⁴Peat Marwick McLintock's. "USM survey". KPMG Peat Marwick McLintock. London, Diciembre de 1988.

Del volumen total de títulos cotizados, el 34% procedían del deseo de venta de títulos (de los antiguos tenedores); el 39 a la expansión de las sociedades; el 19% a compras de otras empresas y el 18% para reducir el nivel de endeudamiento.

El proceso de entrada a este mercado ha sido muy corto en ocasiones -el 23% de las empresas iniciaron los trámites de inclusión el mismo año-, aunque en otras se ha ralentizado en mayor o menor medida -el 47% de las sociedades habían comenzado la operación en el año anterior y el 30% lo había hecho en períodos precedentes.

Los cuadros siguientes detallan el movimiento de entrada que ha existido en este mercado durante el período 1984-88 y la forma en que las empresas han salido a cotizar⁷⁵.

Clasificación según nomenclator del C.N.A.E. (Clasificación Nacional de Actividades Económicas).

Abreviaturas de los métodos de salida a flotación:

- (P) "Placing"
- (I) "Introduction"
- (S) "Introduction-Subscription"⁷⁶

⁷⁵Elaboración propia basada en anteriormente citado Boletín de "Peat Marwick McLintock's. USM Survey".

⁷⁶Variante de "Introduction" por la forma de colocación.

- (L) "Introduction-Full Listing"⁷⁷
- (3) "Introduction-Third Market"⁷⁸
- (O) "Offer for sale"
- (SS) "Offer for sale-Subscription"⁷⁹
- (ST) "Offer for sale by tender"
- (R) "Rule 163"⁸⁰

⁷⁷Variante del método de "Introducción" que lleva a cotizar, en el próximo futuro, los títulos al mercado principal -Stock Exchange-.

⁷⁸Idem caso anterior que coloca los títulos en el llamado "Tercer Mercado", un mercado pensado especialmente para empresas muy jóvenes y/o muy pequeñas.

⁷⁹Variante de "Offer for sale".

⁸⁰Ver pag. 75.

Subsector	Año 84	Año 85	Año 86	Año 87	Año 88
(1) Energía	2 (P) 2 (I) 1 (L) 3 (O)	1 (P) 1 (I)		1 (I) 1 (L) 1 (O)	1 (P) 2 (I) 1 (3)
	8	3		3	4
(2) Min./Quími.	2 (P)	1 (P)		2 (P)	4 (P)
	2	1		2	4
(3) Ind.Met.	28 (P) 4 (I) 3 (O) 2(ST)	22 (P) 1 (I) 4 (O) 1(SS) 1(ST) 1 (L)	29 (P) 1 (I) 2 (O)	22 (P) 1 (I) 1 (O)	26 (P) 1 (I) 1 (3)
	37	30	32	24	28
(4) Ind.AL.	5 (P) 1 (I) 2 (O)	8 (P) 1 (I) 2 (O) 1 (L)	5 (P) 1 (O)	2 (P)	5 (P)
	8	12	6	2	5
(5) Const.	5 (P)	4 (P) 1 (O)	11 (P)	9 (P) 1 (I) 1(ST) 1(SS)	11 (P) 1 (O) 1(ST) 1(SS)
	5	5	11	11	14
(6) Cm./R./E.	12 (P)	11 (P) 3 (O)	9 (P) 3 (O) 1 (I)	5 (P) 1 (O) 1 (L)	6 (P)
	12	14	13	7	6
(7) Tpr.y Com.			1 (P) 1 (O)	1 (P)	1 (P)
			2	1	1

Subsector	Año 84	Año 85	Año 86	Año 87	Año 88
(8) Servicios	19 (P)	19 (P)	18 (P)	19 (P)	14 (P)
	1 (I)	1 (I)	1 (I)	2 (I)	2 (I)
	1 (O)	2 (O)	4 (O)		1 (O)
	1 (R)	2 (L)			2 (3)
	22	24	23	21	19
(9) Otros S.	3 (P)	6 (P)		1 (P)	4 (P)
			2 (I)		1 (I)
			2 (O)		
	1 (L)	1 (L)			1 (3)
	4	7	4	1	6

A continuación se agrupan anualmente los métodos de salida a cotizar de las empresas:

Método salida	A/84	A/85	A/86	A/87	A/88	Total
Placing	76	72	73	61	72	356
Introduction	8	4	5	5	6	28
Introduction-Full L.	2	5	-	2	-	9
Introduction-Third M.	-	-	-	-	5	5
Offer for sale	9	13	13	3	2	38
Offer for sale-Subs.	-	1	-	-	1	2
Offer for sale by T.	2	1	-	1	1	5
Rule 163	1	-	-	-	-	1
	98	96	91	72	87	444

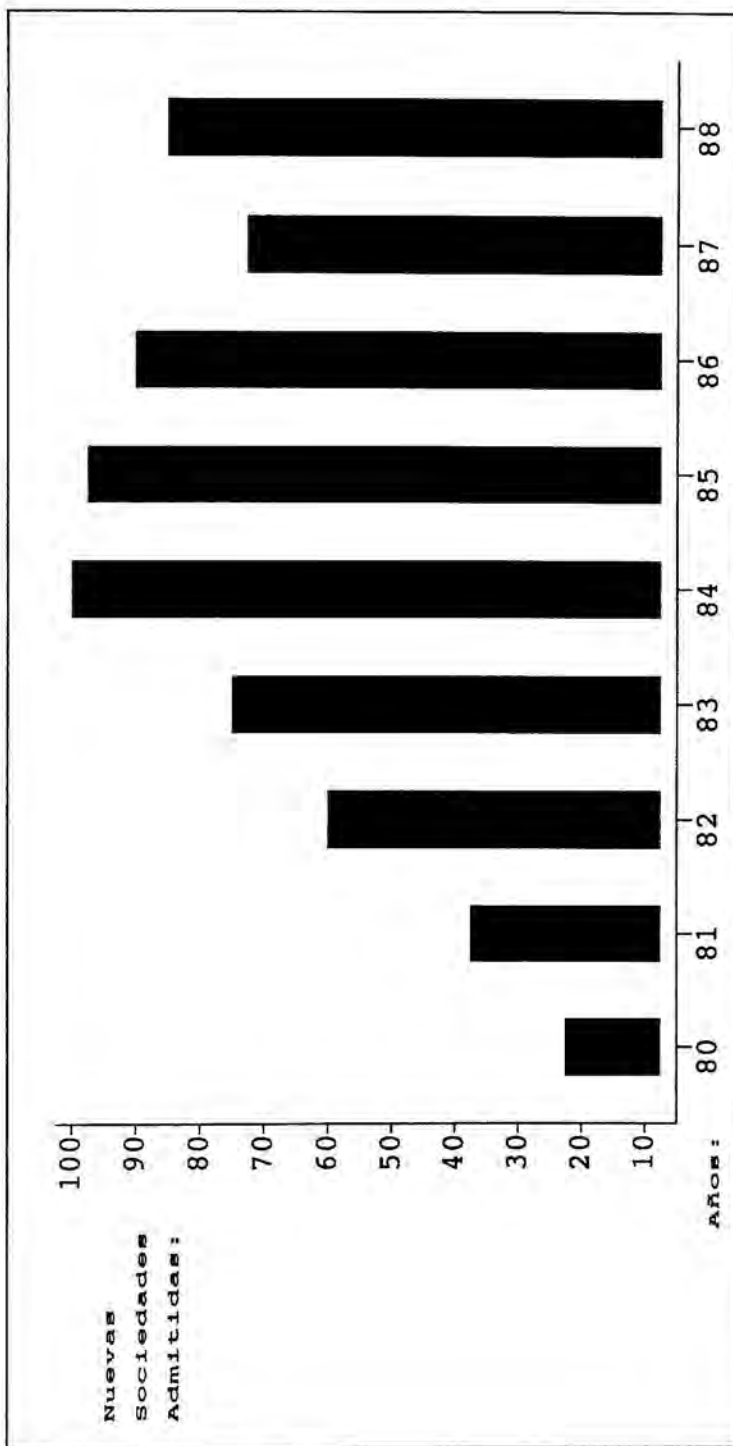
Evolución histórica de la entrada de sociedades a coti-
zar

Número de compañías admitidas a cotización cada
año desde el inicio:

Año	Nuevas admisiones
----	-----
1980	23
1981	38
1982	60
1983	85
1984	98
1985	96
1986	91
1987	72
1988	87

Fuente: Graham Bannock with Alan Doran Op. Cit. (pag.
13) y Peat Marwick McLintock's Op. Cit. (elaboración
propia. Ver gráfico en página siguiente)⁸¹

⁸¹Se observan pequeñas discrepancias entre las cifras estadísticas ofrecidas por ambas publicaciones para los mismos años. El criterio ha sido tomar del Boletín de Peat Marwick todos los datos disponibles y los anteriores del libro de Graham Bannock.



2.3.3.3 - LE SECOND MARCHÉ

Orígenes y características generales

No puede hablarse de "Second Marché" sin hacer una primera alusión a los mercados previos, de circulación restringida, o semioficiales.

Este tipo de mercados se denomina, en nuestro país vecino, "Marché Hors-Cote".

El mercado "Hors-Cote" tiene su origen en la reforma acometida en 1961 que significó la unificación del mercado parisino. Así, fruto de las medidas que trajo consigo dicha reforma, empezó a funcionar en la Bolsa de París en 1962, junto al mercado oficial, un mercado "Hors-Cote" con reglamentación propia.

A continuación relatamos sintéticamente el funcionamiento del mercado:

a) Normas de inclusión

De hecho, no existen en Francia condicionamientos limitativos que impidan la entrada de cualquier sociedad en el mercado "Hors-Cote". Un valor puede cotizar por iniciativa de cualquiera de los accionistas. Si la decisión ha partido de los accionistas mayoritarios, la Cámara Sindical recabará entonces de la sociedad, entre otros datos, los balances de los dos o tres últimos ejercicios y el

cumplimiento de las obligaciones publicitarias establecidas por la ley.

La negociación de los valores emitidos por sociedades francesas, inscritos en el mercado "Hors-Cote", se efectuará en la Bolsa en cuya zona de competencia tenga el domicilio social la entidad emisora. Los valores extranjeros y de la zona del franco incluidos en el mercado extraoficial cotizan en la Bolsa de París.

Incorporado un valor en el mercado, la primera posición de oferta deberá ser publicada en la relación diaria de títulos admitidos, por lo menos durante tres días antes de que pueda ser fijada la primera cotización.

Dentro del mercado "Hors-Cote", existe el denominado "compartimento especial", al que acceden las sociedades que han adquirido ante la Comisión de Operaciones de Bolsa el compromiso de publicar la información exigida a las sociedades del mercado oficial y de solicitar, en un plazo no superior a tres años, la admisión de sus acciones en ese mercado, período éste considerado como de aclimatación. A estas sociedades se les exige que en el momento de adquirir los compromisos antes citados, aporten la siguiente documentación:

- Estatutos actualizados;
- Memorias correspondientes a los tres últimos ejercicios;
- Nota explicativa de la situación, actividad y perspectivas de la sociedad.

b) Sistemas de contratación

La Cámara Sindical de cada Bolsa es la encargada de controlar el funcionamiento del mercado "Hors-Cote", teniendo a disposición del público datos relativos a las sociedades y títulos negociados en este mercado. También publica diariamente, dentro del Boletín de Cotización Oficial, la relación de valores admitidos con las últimas cotizaciones o posiciones registradas distinguiendo el procedimiento de negociación aplicado en cada caso y aquellos valores que se hallen en el "compartimiento especial", al que se ha hecho referencia antes.

En todo caso la Cámara Sindical posee un "Libro de anotaciones" en el que, entre otros datos, figura la última cotización o posición registrada para cada uno de los valores admitidos en el mercado "Hors-Cote", para consulta de los Agentes de Cambio.

Según el Reglamento General de la Compañía de Agentes de Cambio, los valores del mercado "Hors-Cote" pueden ser negociados mediante dos procedimientos de contratación -incompatibles- denominados ordinario y especial. La Cámara Sindical decide el sistema a aplicar para cada valor concreto.

En el procedimiento ordinario, la cotización se determina por la confrontación en la sesión de Bolsa, de oferta y demanda (Art. 116 del Reglamento). La técnica utilizada en la negociación es la de viva voz, y, la cotización acordada no se

convierte en definitiva hasta su homologación por la Cámara Sindical.

Cuando un valor se negocia por primera vez o su última cotización es de hace más de tres meses, los precios de oferta o demanda deben ser publicados en la relación diaria de títulos no admitidos a cotización oficial, por lo menos tres días antes de que la cotización pueda ser fijada (Art. 120 del reglamento).

En el procedimiento especial los Agentes de Cambio pueden comprar y vender por cuenta propia los títulos (Art. 121 del Reglamento), previa autorización de la Cámara Sindical.

Dados a conocer el valor y el agente o agentes autorizados, estos anuncian durante la sesión los precios a que están dispuestos a comprar y vender en cada momento, teniendo necesariamente que pasar todas las órdenes del resto de los agentes a través de ellos y sin que se puedan efectuar compensaciones previas. las operaciones y cambios registrados son comunicados al final de la sesión a la Cámara Sindical por los agentes autorizados.

La liquidación de las operaciones, tanto en uno como en otro procedimiento, se rige por las reglas del mercado oficial al contado (Art. 131 del Reglamento).

c) Ventajas fiscales

Como las acciones de sociedades francesas admitidas a cotización oficial, las inversiones en acciones de sociedades francesas incluidas en el compartimento especial del mercado "Hors-Cote", dan derecho a la desgravación por inversiones en el impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas en las condiciones previstas por la "Loi 78-741 du 13 Juillet 1978" (Ley Monory).

De igual modo, son deducibles las inversiones en otras acciones de sociedades francesas del mercado "Hors-Cote" y cuya relación publica anualmente el Ministerio de Economía, a la vista de la frecuencia y volumen de contratación.

Los mínimos exigidos, para dos períodos de doce meses consecutivos, son los siguientes:

- Frecuencia: 50 cotizaciones en la Bolsa de París o 25 en las otras bolsas, en cada uno de los períodos de doce meses.

- Volumen: 500.000 francos en la Bolsa de París o 200.000 en las otras bolsas, para el conjunto de los veinticuatro meses.

Las acciones seleccionadas formarán parte de la relación durante los cuatro años siguientes al de su inclusión aunque no sigan cumpliendo los mínimos exigidos.

d) Evolución y perspectivas

En los últimos años, existe una clara tendencia a la disminución en el número de entidades emisoras admitidas en el mercado "Hors-Cote"; la importancia relativa del volumen negociado en este mercado en comparación con el oficial, apenas si se ha alterado en la última década, constatándose sistemáticamente un predominio notable de la renta variable sobre la renta fija.

En 1977, y básicamente para permitir a las pequeñas y medianas empresas en crecimiento conseguir financiación permanente, se crea un compartimento o sección especial en este mercado. La experiencia, tanto por el volumen de contratación como por el número de empresas inscritas, fue un verdadero fracaso.

Las razones del mismo⁸² hay que buscarlas, tanto en el diseño del propio mercado como en la mala imagen del extra-bursátil, y en que además, no se había potenciado suficientemente hasta aquel momento el mercado de aclimatización que supone el "compartimento especial".

En conclusión, parece que el mercado no oficial en Francia desempeña esencialmente la función de fijar el precio en las operaciones de compra-venta de valores, siendo muy escasa, o prácticamente

⁸²Matilde Fernández Blanco. Op. Cit.

nula, en algunos casos, la liquidez que éste ofrece.

A modo de resumen, y para ubicar este mercado en el seno del mercado de valores es preciso mencionar que, en Francia, cada Bolsa comprende un mercado oficial de valores admitidos a cotización oficial y un mercado sin cotización -"Hors-Cote"- para los demás valores. Estos dos mercados están localizados en los mismos lugares, son negociados por los mismos intermediarios y operan sometidos a reglas parecidas. Las únicas diferencias afectan exclusivamente a los propios valores, ya que la admisión a cotización oficial es objeto de un proceso selectivo, mientras que la inscripción en el mercado sin cotización sólo necesita unos datos mínimos sobre la sociedad emisora; por otra parte, esta sociedad tiene unas obligaciones de información mucho más suaves que las que se exigen a los títulos de cotización oficial.

Aparición del Second Marché en el mercado de capitales

Impulsar la incorporación de nuevas sociedades en el mercado de capitales, ha sido uno de los objetivos del Gobierno francés en aras a relanzar la inversión y el empleo. El deseo de desarrollar la función del mercado bursátil se ha reflejado en el Proyecto de ley propuesto por la Administración Mitterrand sobre el desarrollo de las inversiones y la protección del ahorro.

Al amparo de la "Loi du 3 Janvier 1983⁸³" y gracias a la "Décision générale de la Commission des Operations de Bourse⁸⁴ (COB) du 7 Septembre 1982, se crea el Second Marché⁸⁵, un mercado de pleno derecho, organizado por cada una de las siete Bolsas de Valores francesas, que contempla la conversión del antiguo compartimento especial, en un "segundo mercado", al que las empresas podrán acceder con menores requisitos⁸⁶. Entre otras medidas novedosas, su instauración contempla la posibilidad de emitir acciones con dividendo sin derecho a voto, hecho que puede atraer a sociedades que, normalmente, no acuden a la Bolsa, en buena medida por el temor a la pérdida de control.

Para la COB, el Second Marché está destinado a cumplir una doble misión:

- 1) Puede ser utilizado como "guardería" o lugar de "aclimatación" antes de entrar en la Bolsa Oficial de Valores.
- 2) Puede convertirse en un mercado perfectamente consolidado para empresas que no tengan previsto cotizar en el primer mercado.

⁸³Loi du 3 Janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne, articles 11-1 et 47.

⁸⁴Arrête du Ministre de l'Economie et des Finances et du Budget homologuant: Décision generale de la Commission des Opérations de Bourse portant création du Second Marché.

⁸⁵Jean-Francois Daigne et Xavier Joly. Le Second Marché: un atout per l'entreprise. 2e édition. Les Éditions d'Organisation. Paris 1987.

⁸⁶Affaires. Pourquoi et comment s'introduire en Bourse por une PME. Epargne-Votre Argent, no. 1.

Aunque la COB no fija a priori unos mínimos o máximos requeridos para que las empresas puedan ser admitidas en este mercado, ciertamente está pensado para sociedades francesas de tamaño medio, aunque no quedan excluidos los valores extranjeros.

Admisión de sociedades⁸⁷

Podrán ser negociados en el Second Marché los títulos de las sociedades que hayan satisfecho las siguientes condiciones:

- a) Tener distribuidos entre el público al menos el 10% de los títulos; este porcentaje no hace únicamente referencia al momento de incorporación al Second Marché; por ello la difusión de los títulos debe ser confiada a uno o varios intermediarios financieros⁸⁸, Agente de Cambio o Bancos.
- b) Haber suscrito el compromiso con la Commission des Opérations de Bourse de:
 - Informar regularmente al público de su actividad y resultados y respetar particularmente las obligaciones legislativas y reglamenta-

⁸⁷a) Instruction d'application, en date du 4 Janvier 1983, de la Décision Générale de la Commission des Opérations de Bourse portant creation du Second Marché. Articles 112 à 112-7.

b) Journal Officiel du 5 Janvier 1983. "Textes concernant le Second Marché", document publié par la Commission des Opérations de Bourse.

⁸⁸Arrête du Ministre de l'Economie et des Finances homologuant: Règlement Général de la Compagnie des Agents de Change, Chapitre IV du Titre III (Second Marché).

rias hechas a sociedades que se denominan de ahorro;

- Nombrar un segundo interventor aquellas sociedades que sólo tenían uno, y proceder con la ayuda de la Commission des Opérations de Bourse a mejorar los procedimientos administrativos y contables que sean necesarios.

A la vista de los documentos de compromiso tomados por la sociedad y de un folleto explicativo, la COB admite la inscripción de las acciones a cotizar en el Second Marché.

La Cámara Sindical de los Agentes de Cambio da a conocer la inscripción a través del boletín de Cotización Oficial, que establece la fecha en que las acciones entrarán a cotizar.

Las sociedades inscritas en el Second Marché lo son a título permanente mientras respeten los compromisos pactados con las autoridades bolsarias.

Las empresas no tienen limitaciones en cuanto al volumen de capital o de operativa. Tampoco las autoridades de la Bolsa exigen un cierto período de prueba.

No es requisito imprescindible el haber repartido dividendos durante los años anteriores a su inclusión en el mercado de valores, ni aún de haber obtenido beneficios. Ello se debe a que existe una importante

categoría de sociedades jóvenes⁸⁹, en fase de crecimiento que no han podido todavía repartir dividendos ya que han estado reinvertiendo sistemáticamente los beneficios obtenidos.

Las sociedades pueden acceder a este mercado sin temor (los accionistas primeros) a perder el control, ya que es suficiente poner a disposición del público un 10% de los títulos que constituyen el capital. Si las necesidades lo exigen y los accionistas lo prefieren se puede emitir nuevos títulos para el mercado (a diferencia de los mercados tradicionales).

Las empresas no precisan de revisiones y auditorías profundas de sus estados contables en las etapas anteriores. Deben sencillamente tomar las disposiciones necesarias para estar en condiciones -dentro de un plazo de tres años- de normalizar sus estados contables como exigen los interventores de cuentas.

Esta ausencia de formalismo disminuye el coste de la introducción.

Métodos de salida

Aconsejados por los intermediarios financieros que llevarán a cabo la introducción, las empresas deben escoger uno de los procedimientos siguientes:

⁸⁹Michel Derenbourg. "La non-communication financiere". *Dynasteurs*, mars 1989.

- "Procedimiento ordinario". Los introductores fijan un precio de oferta mínimo. Centralizan todas las órdenes de compra por lo mejor. La primera cotización alcanzada no podrá ser superior en un 10% a la propuesta y todas las demandas deberán ser satisfechas con un porcentaje mínimo de reducción del 4%. Si tales requerimientos no pueden mantenerse, la introducción deberá llevarse a cabo por el método de Oferta Pública de Venta⁹⁰.

- "Oferta Pública de Venta" (OPV). La cotización inicialmente prevista se fijara como precio de salida. La confrontación entre oferta y demanda fijará el coeficiente de reducción.

- "Mise en vente". Consiste en fijar una cotización mínima para la introducción. Las órdenes de compra deberán atender unos límites de cotización. Una vez ordenadas las demandas, se establecerán los márgenes de cotización, dentro de los cuales deberán quedar situadas la mayor cantidad de órdenes. Las peticiones inferiores y superiores a los mencionados márgenes no se atenderán. En compensación las demandas situadas entre los límites fijados tendrán derecho a obtener al menos un 6% de los títulos solicitados.⁹¹

⁹⁰Sylvie Ramadier. "Les embouteillages du second marché". La Vie Française du 1er. au 7 juillet 1989.

⁹¹Pascal Chevolot. "Second Marché: des procédures d'introduction indaptées". Le Journal des Finances, 8 avril 1989.

La sociedad destina a publicidad lo que desea en función de si lo hace por el primer método o por el de "mise en vente" y OPV. En el primer caso economiza los gastos derivados de la edición y difusión del folleto informativo exigido por la Commission des Opérations de Bourse. La sociedad escalona los gastos de revisión contable en tres años. Por todo ello, la introducción a cotizar en el Second Marché tiene un precio moderado.

Se puede comprobar que los requisitos exigidos son muy pocos; sólo los mínimamente necesarios para proteger al inversor.

Problema de la liquidez

El tratamiento de la liquidez⁹² es, sin duda, una de las principales, si no la principal innovación de este mercado.

La institución de una contrapartida organizada en el Second marché ofrece a los inversores garantías de liquidez y de frecuencia en las cotizaciones. Ambas pueden asegurarse por un contrato que la sociedad introductora realice con uno o varios intermediarios financieros. Esto puede llevarse a la práctica de dos formas distintas:

- a) En el caso de una sociedad que no haya entrado todavía a cotizar, el contrato deberá precisar las

⁹²"Année Boursière 1983". Chapitre VI. Le Second Marché (pag. 123).

condiciones que garantizaran la liquidez y difusión de los títulos;

- b) En el caso de que una sociedad tenga distribuido entre el público al menos un 10% del capital en el mercado Hors-Cote, como consecuencia de una oferta pública de venta realizada por los accionistas de la sociedad o por un aumento de capital, ésta deberá encontrar los medios adecuados para asegurar de manera permanente la liquidez de su mercado. Si lo desea, podrá suscribir un contrato con los intermediarios financieros donde consten las condiciones para mantener la liquidez.

Las sociedades del Second Marché deberán marcar precio en dos de cada tres sesiones de Bolsa. La frecuencia de cotizaciones se facilita con nuevas ofertas al Agente de Cambio especializado o al grupo de intermediarios que se ocupan de la contrapartida, durante la sesión de Bolsa.

La contrapartida autoriza también al agente a tener en stock cierta cantidad de títulos en los que está especializado. Éste podrá modificar la cantidad de títulos en depósito, vendiendo y comprando títulos en el mercado, para conseguir cotizaciones más frecuentes, mercado más líquido y evitar diferencias de cambio importantes y no justificadas.

Valores negociables

Pueden ser negociadas en el Second Marché:

- Las acciones de sociedades francesas inscritas en el Second Marché;
- Las obligaciones de emisores que cumplan las condiciones de acceso a este mercado;
- Los valores de ciertas sociedades extranjeras que no reúnan todos los requisitos exigidos para acceder al mercado oficial (Bolsa).

Condiciones de cotización

Los valores que cotizan en el Second marché se negocian exclusivamente al contado. Las cotizaciones se garantizan por la responsabilidad del Agente de Cambio designado como especialista. El cargo puede permitirle intervenir en contrapartida para asegurar la liquidez en el mercado.

Entrega de títulos

La entrega de los títulos y el pago de los capitales relativos a las negociaciones se efectúan según las normas vigentes para los valores inscritos a cotización oficial y negociados únicamente al contado.

Publicación de las cotizaciones

La Cámara Sindical de los Agentes de Cambio publica las cotizaciones de los títulos del Second Marché junto con las de la Bolsa de Valores, sólo que en un epígrafe diferenciado.

Plazas de cotización

Las siete Bolsas de Valores francesas disponen de un Second Marché⁹³.

La COB tiene en cuenta para la designación de la Bolsa donde deberá cotizar la empresa, las características más destacables de la sociedad: establecimiento, clientela, accionariado, etc. Todo ello le imprime un cierto carácter local.

Ventajas del Second Marché

El Second Marché es una buena vía de acceso al mercado financiero. Permite que las empresas medianas disfruten de todas las ventajas de la Bolsa y facilita la canalización del ahorro por la emisión de valores mobiliarios:

- a) Asegura la movilidad del capital y la salida de los accionistas sin comprometer la continuidad de la empresa;
- b) Aumenta las posibilidades de desarrollo de la empresa dándole medios para diversificar y aumentar las fuentes de recursos financieros tan necesarios para una empresa en crecimiento;
- c) Da renombre y publicidad a la empresa;

⁹³Bernat Mirat. "Le Second Marché sur les Bourses Françaises de Valeurs Mobiliaries", Compagnies Agents de Change. Fuente: Bolsa de Lyon.

- d) Elimina los obstáculos considerados a menudo como insuperables por las empresas ante su introducción en Bolsa: riesgo de pérdida de control, lo gravoso de los procedimientos, etc.;
- e) Tiene una cotización abierta y permanente;
- f) Facilita una liquidez susceptible de ser asegurada bajo los términos de un contrato.

El Second Marché⁹⁴ puede ofrecer igualmente, tanto a las empresas y sus accionistas como al resto de ahorradores, las ventajas propias de un mercado de valores.

La inscripción⁹⁵ a cotizar en el Second Marché está en función de los deseos de la empresa; es ella la que decide salir a cotizar y acepta los requisitos mínimos de su inclusión; estos compromisos tienen como objetivo proteger al público inversor.

Teniendo en cuenta todo lo mencionado anteriormente, una buena parte de sociedades candidatas a entrar a cotizar en el Second Marché serían sociedades jóvenes, en fase de desarrollo, con buenas perspectivas a medio plazo, sin olvidar por supuesto empresas medias consolidadas con buenos proyectos de expansión o por búsqueda de cambio de titularidad en el capital.

⁹⁴Jacques Secondi, Guy Vincent, Sylvie Ramadier. "Second Marché". La Vie Française du 6 au 12 février 1988.

⁹⁵Thierry Acucouturier. "Le Second Marché". Infotec. Année 1988 - no. 5.

No hay duda de que las primeras presentan más riesgos que la media de las sociedades cotizadas, quizás por ello el Second Marché debería atraer a nuevas categorías de inversores que se interesen preferentemente en empresas que no han alcanzado la madurez.

Tratamiento fiscal

Los títulos inscritos en el Second Marché se asimilan totalmente a los cotizados oficialmente en la Bolsa en lo que concierne a las ventajas fiscales reservadas a los compradores como personas físicas y las posibilidades de adquisición ofrecidas a los inversores institucionales, Compañías de seguros, Fondos de Pensiones, etc.

Promoción del Second Marché⁹⁶

La Cámara Sindical ha demostrado ser una entusiasta promotora de este proyecto. Para ello, en Febrero de 1986 organizó un fórum al que acudieron 3000 personalidades pertenecientes a la Administración, al mundo financiero, a las empresas, a las organizaciones empresariales y profesionales etc. Bajo la presidencia del entonces Ministro de Economía. Sr. Jacques Delors, se explicó a la concurrencia con gran lujo de detalles las características y ventajas que debía suponer la incorporación de tal instrumento financiero a la vida económica francesa.

⁹⁶"Année Boursière 1983" Op. cit. (pag. 126).

Posteriormente se elaboró, en colaboración con las distintas Comunidades, un fichero centralizado que incluía, en opinión de expertos consultados, todas las empresas francesas adecuadas para entrar en el nuevo mercado. Este paso serviría para informar adecuadamente a dichas compañías de las ventajas del Second Marché.

La Cámara Sindical también se convirtió en un organizador regular de conferencias sobre el Second Marché en las grandes metrópolis regionales, con la ayuda de la COB, de los principales intermediarios financieros y de la banca regional.

Esta iniciativa de la Cámara Sindical ha venido manteniéndose a lo largo los últimos años; en la actualidad se siguen realizando, de forma periódica, seminarios cuyo tema central gira en torno al Second Marché y ha servido para crear un clima favorable en torno a este mercado con una incorporación regular de empresas.

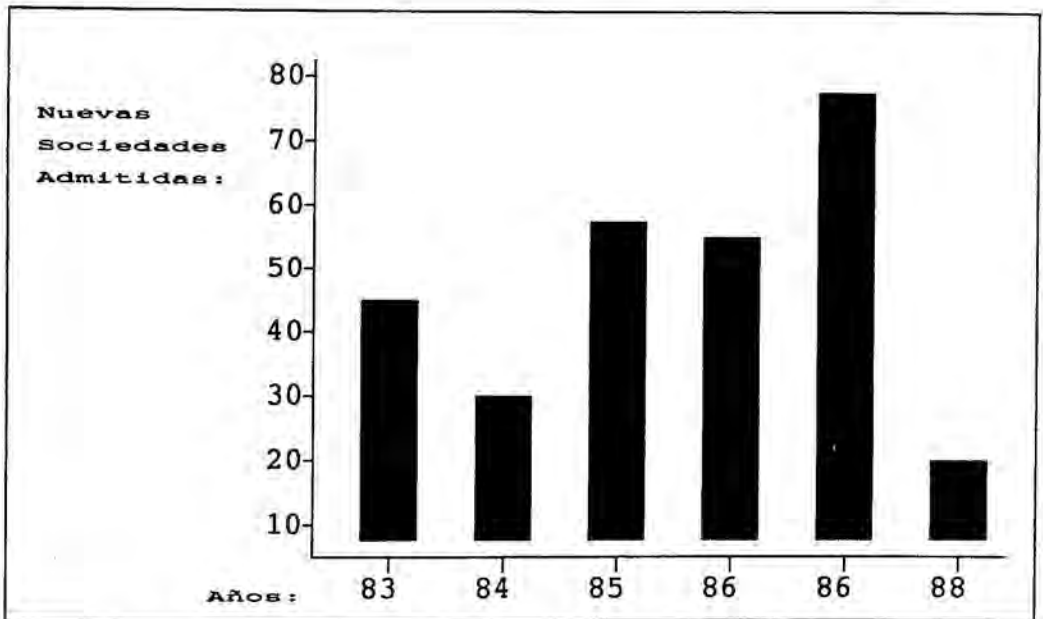
Evolución histórica de la entrada de sociedades a cotizar

En la página siguiente se relaciona el número de empresas que han entrado a cotizar en este mercado desde su inicio hasta 1988:

Año	Nuevas admisiones
1983	45
1984	30
1985	56
1986	55
1987	78
1988	20

Fuente:

- "Année Boursière" 1983-84-85-86-87.
- Jean-Francois Daigne et Xavier Joly. Op. cit. Tableau 1/2 (pag. 24).
- "La Lettre Boursière" no. 101. 9 Janvier 1988.



2.3.3.4 - IL MERCATO RISTRETTO

Orígenes y características generales

La contratación de títulos fuera de los cauces oficiales había sido una práctica normalmente utilizada en Italia, al igual que en otros países (como se ha mencionado con anterioridad), pero tal forma de operar se vió interrumpida como consecuencia de una sentencia de la Corte di Casazione, la cual en virtud de una disposición contenida en el Regolamento del 4 agosto 1913 n. 1068 impedía a los intermediarios oficiales realizar operaciones fuera de los cauces de la Bolsa.

Sin disponer de regulación ni de intermediarios oficiales, las operaciones que siguieron realizándose a partir de tal fecha parecieron incorporar un marcado componente especulativo con mayor grado de riesgo.

Probablemente ese fue el motivo de que el papel desempeñado por dicho mercado fue en esta etapa poco importante, bastante menos que el desarrollado por otros países.

Pero en 1978 y en sintonía con lo que ocurría en los países vecinos, la sociedad italiana pensó en llenar el vacío existente entre las reglamentadas operaciones que se realizaban tradicionalmente en las Bolsas oficiales y las típicas operaciones Over-the-counter sin ningún tipo de regulación. El resultado de tal preocupación se materializó en la inauguración, por parte

de las Bolsas italianas, de un mercado no oficial pero organizado, el "Mercato ristretto"⁹⁷, creado por la Legge 23 febbraio 1977, n. 49 y regulado en su organización y funcionamiento por el Regolamento --Delibera n. 233 della Consob, in G.U. n. 177 (modificada con la Delibera Consob n. 2725 del 19 febbraio 1987), n. 240 y n. 283 del 30 giugno 1977 aprobado por la Comisión Nacional para las Sociedades y la Bolsa (CONSOB)⁹⁸, de 24 de junio del mismo año. Esta ley vino a normalizar y regular la negociación de títulos que no se cotizaban en una bolsa oficial.

La organización y funcionamiento de este mercado, uno de cuyos objetivos⁹⁹ es estimular el desarrollo de sociedades de capital riesgo y permitir la aclimatación de las empresas a la operativa y exigencias de la Bolsa Oficial, corresponde a un Comité (Comitato del mercato ristretto) creado al efecto en cada una de las seis bolsas¹⁰⁰ italianas donde está implantado.

⁹⁷Ponencia de la Bolsa de Barcelona en la Asamblea de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. Sao Paulo, noviembre de 1982.

⁹⁸La competencia de la Comisión sobre el mercado "ristretto" es exclusiva. Ésta puede adoptar cualquier disposición en orden al funcionamiento de dicho mercado. Tal actuación evita problemas de interpretación que siempre existen cuando son varios los Organismos que tienen alguna competencia sobre un instrumento o institución.

La libertad de acción de la Comisión se acentúa por el hecho de que en materia de "mercati ristretti" no existen limitaciones de naturaleza legislativa, que no sean aquellas muy genéricas que se desprenden de la Ley 49.

⁹⁹Domenico Buonomo. Borsa valori e mercato ristretto. Le condizionidí ammissione. Banca e Borsa. 1985

¹⁰⁰La ley prevé que las reuniones de este mercado deben tener lugar en locales de la Bolsa. Esto limita las actividades del "mercato ristretto" a las ciudades que tienen Bolsa de Valores, adoptando una cierta subordinación al primer mercado de valores.

Admisión de sociedades¹⁰¹

Las sociedades italianas que deseen la admisión de sus títulos en uno o varios mercados "ristretti" existentes, deberán cumplir los requisitos que determinan los artículos 5 y 6 del Reglamento de 24 de junio de 1977¹⁰² y se detallan a continuación:

- La sede legal de la sociedad y de los entes emisores debe estar en Italia.
- Deben tener un patrimonio igual o superior a 1.000 millones de liras.
- El balance del último ejercicio aprobado debe reflejar beneficios.
- Por lo menos el 10% del capital debe estar distribuido entre el público.
- La petición de admisión debe hacerse pública al menos en dos periódicos, uno local, de la ciudad en cuya bolsa se solicita la inclusión y otro económico de difusión nacional.
- La sociedad debe publicar antes de la fecha de inicio de la contratación, por lo menos en un periódico nacional o de la plaza bursátil donde van a negociarse los títulos, un

¹⁰¹"La legge sul mercato ristretto". Rivista delle Società. anno 22/1977

¹⁰²Mario Cera. La CONSOB. Guiuffrè Editore. (pags. 189 a 191)

folleto informativo acerca de la empresa y de sus títulos.

- Si se trata de una inclusión de obligaciones, el importe mínimo de la emisión deberá ser de 500 millones de liras.
- En caso de obligaciones convertibles, las acciones a las que se van a convertir deben estar precedentemente admitidas a cotización en la Bolsa de Valores o en el "Mercato ristretto".

Con la documentación exigida, el Comitato del "mercato ristretto" correspondiente eleva la propuesta al CONSOB para que este organismo decida sobre la admisión de los títulos.

Métodos de salida

Los títulos pueden ser admitidos a cotización a través de dos procedimientos:

- **Admisión de oficio.** Dispuesta por la CONSOB, se utiliza para los títulos de sociedades que cumplan total o parcialmente los requisitos exigidos, oídos los administradores de la sociedad.
- **Admisión normal.** Siguiendo el procedimiento habitual (especificado en el apartado anterior).

Problema de la liquidez

No aparece referencia alguna de sociedades de contrapartida.

Valores negociables¹⁰³

Títulos de sociedades por acciones y de otros emisores legalmente constituidos en el territorio del Estado (acciones, obligaciones, obligaciones convertibles y warrants).

Las "banche popolari cooperative" cotizan exclusivamente en este mercado.

Las llamadas "azioni di risparmio" no pueden cotizar en el "Mercato ristretto".

Condiciones de cotización

Las operaciones en el "Mercato ristretto" son al contado y el método de negociación es el de viva voz. La contratación se desarrolla una tarde a la semana, que varía en los distintos mercados no oficiales.

La negociación de títulos se efectúa únicamente por los Agentes de Cambio y sus representantes.

No pueden estipularse operaciones con prima.

¹⁰³Borsa di Valori di Milano. Comitato Direttivo degli agenti di Cambio.

La CONSOB puede suspender la negociación de un valor o excluirlo del mercado "ristretto", entre otros motivos, por incumplimiento de alguna de las condiciones exigidas en la admisión y por inactividad contractual durante seis meses.

Entrega de títulos

La liquidación del contrato debe efectuarse dentro del plazo máximo previsto por la operativa bursátil "contante a giorni" (es decir el pago del valor o la consigna de los títulos deben realizarse antes del décimo día de bolsa abierta después de aquel en que se estipuló la operación).

Publicación de las cotizaciones

Al término de la sesión, los Agentes de Cambio comunican al Comité del mercado "ristretto" las operaciones realizadas. Los precios, cantidades y posiciones de oferta y demanda son publicados por el citado Comité.

Plazas de cotización

Actualmente estos mercados están ubicados en las Bolsas de Valores de Milán, Roma, Turín, Génova, Florencia y Nápoles.

No obstante, el 99% de la negociación se realiza en el "Mercato ristretto" de Milán.

Tratamiento fiscal

El tratamiento es el mismo que tienen todos los títulos mobiliarios.

Ventajas del "Mercato ristretto"

En la actualidad, en el mercado "ristretto", se hallan admitidas 38 clases de acciones, en su mayor parte correspondientes a entidades bancarias entorno a las cuales se concentra la actividad principal del mercado. Esta preponderancia de los valores bancarios se explica, en buena medida, por que este mercado permite obviar cláusulas de sindicación que no son aceptadas en el mercado oficial. Ello significa que existe una posibilidad de mercado para una serie de sociedades importantes, mercado por tanto muy distinto del que venimos definiendo como de aclimatación o introducción, lo que no impide sin embargo que pueda en el futuro desempeñar también esta función.

El "mercato ristretto", en opinión de D. Buonomo¹⁰⁴, no tiene que asumir un papel secundario en el seno del mercado de valores. En particular no debería utilizarse tan a menudo como sistema de aclimatación previo a la entrada al primer mercado, ya la ley de su creación le asignó un papel protagonista en el mercado de valores.

¹⁰⁴Domenico Buonomo. La riforma del mercato mobiliare. Il mercato ristretto. Diritto e Società. Liguori Editore. Napoli 1979.

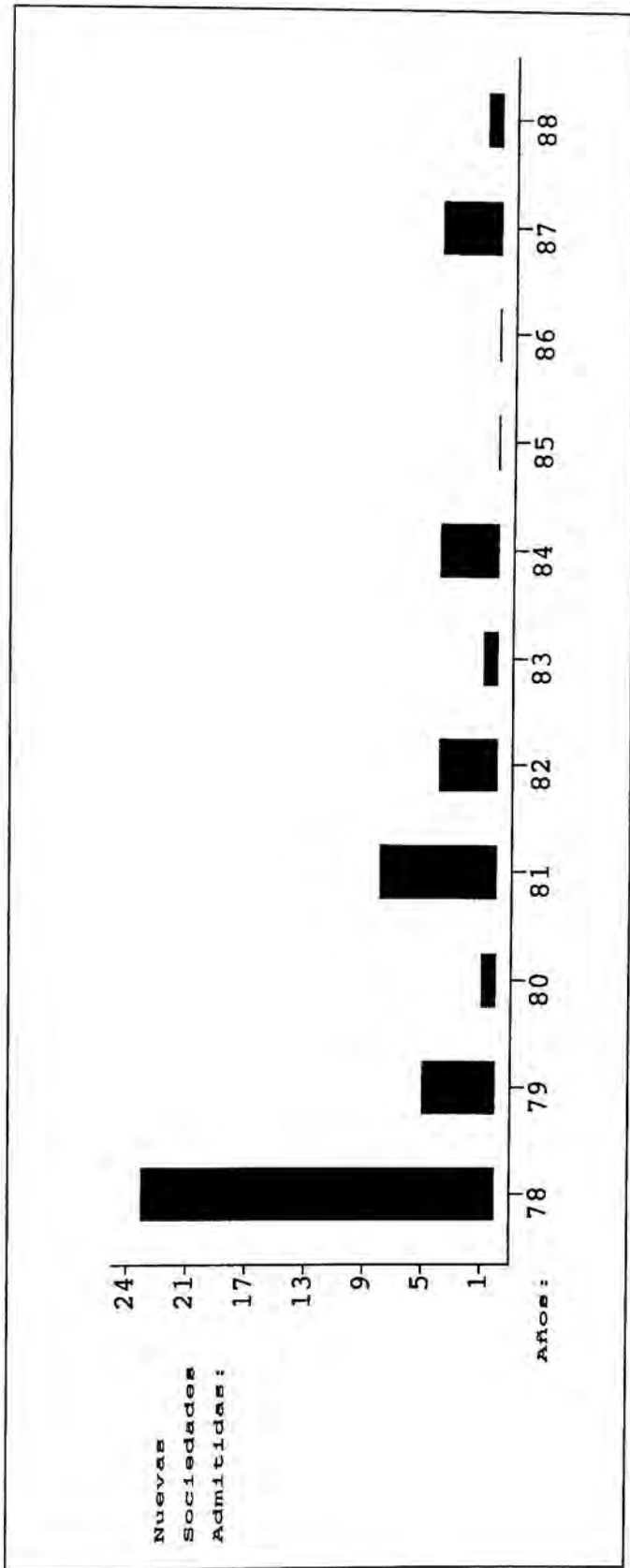
Evolución histórica de la entrada de sociedades a coti-
zar

A continuación se detalla el número de empresas que han entrado a cotizar en este mercado desde su inicio hasta 1988:

Año	Nuevas admisiones
----	-----
1978	23
1979	5
1980	1
1981	8
1982	4
1983	1
1984	4
1985	-
1986	-
1987	4
1988	1

Fuente:

- Borsa Valori di Milano.



Pero el "mercato ristretto" fija un listón excesivamente alto para un tipo de empresas medianas y pequeñas, que de otra parte, son muy numerosas en el tejido industrial italiano; estas circunstancias han dado pie a determinados colectivos para buscar soluciones alternativas a este "gap" financiero.

El resultado de todo ello ha sido la iniciativa llevada a cabo por el Instituto di Studi sulle Borse Valori "A. Lorenzetti" de la Universidad de Bocconi de realizar un proyecto que ayudara a satisfacer las demandas financieras incumplidas. Así, recientemente está tratando de iniciar su andadura un nuevo mercado de títulos mobiliarios, totalmente informatizado, en el que se espera negociar, entre otros, títulos emitidos por empresas de pequeña y mediana dimensión. Su nombre provisional es "Rete Nazionali di Mercati Mobiliari Locali" o, abreviando, "Rete Nazionale", y del que conocemos sólo unos breves trazos¹⁰⁵.

El objeto de su creación es intentar superar carencias claramente manifiestas:

- 1o) Existe en Italia un amplio mercado potencial para títulos emitidos por empresas de tamaño reducido, pero el paso del término "potencial" al "real" presenta ciertos problemas:

¹⁰⁵Andrea Gilardoni. Un nuovo mercato mobiliare per piccole e medie imprese. Instituto di Studio sulle Borse Valori "A. Lorenzetti" dell' Università Bocconi. EGEA, Milano 1989.

- . Las mismas empresas no emiten títulos por creer que no existen inversores dispuestos a tomarlos.
 - . A la vez la demanda de títulos de estas características no es demasiado abundante por temor a la falta de liquidez del mismo.
- 2o) Las experiencias en otros países demuestran que con la presencia de "market maker's" que den contrapartida, los mercados con características parecidas al estudiado, funcionan.
- 3o) Para que tuviera las condiciones necesarias sería preciso constituir una "Associazione di Intermediari" que acepten el reto de convertirse, cada uno de ellos, en insignia de alguno de los potenciales títulos. Esta asociación debería tener las suficientes atribuciones en lo concerniente al funcionamiento del mercado, particularmente a:
- . condiciones de admisión de los operadores y criterios de suspensión o expulsión de los mismos en este mercado;
 - . reglas de comportamiento de estos intermediarios;
 - . criterios de admisión a la cotización de títulos;
 - . criterio de difusión de las transacciones;

- . eventual constitución de un Fondo de Garantía;
- 4o) La CONSOB también se constituirá en el organismo de vigilancia idóneo para tutelar este nuevo mercado, ya que se trata de:
- . un mercado constituido por títulos privados procedentes de empresas industriales, comerciales y financieras;
 - . un mercado al detall, donde los volúmenes cotizados por transacción se espera que sean normalmente reducidos.

La instauración del Rete Nazionali completaría el abanico de mercados de valores existente en Italia, en el sentido de que la práctica totalidad de las unidades productivas podrían encontrar en los mercados de valores fuentes económicas de financiación.

2.4 - LOS "SEGUNDOS MERCADOS" EN ESPAÑA

2.4.1 - INTRODUCCION

Para sumarse a la corriente innovadora¹⁰⁶⁻¹⁰⁷ experimentada por el mundo financiero, uno de cuyos exponentes constituyen los mercados mencionados en la primera parte del estudio, nuestra economía, al igual que las del resto de países desarrollados, ha sentido la necesidad de ampliar sus cauces de financiación y ha sugerido la creación de "segundos mercados"¹⁰⁸ al estilo de los existentes fuera de nuestras fronteras.

La primera razón objetiva aparece al analizar la estructura del tejido empresarial español, mayoritariamente formado por medianas y pequeñas empresas¹⁰⁹ que

¹⁰⁶Antonio Roldán Jiménez. "Cambios en el mercado bursátil español". Situación 1986/3. Banco de Bilbao.

¹⁰⁷Elas Calzada Terrados. "Novedades en la contratación bursátil". Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero, nos. 15/16, 1986.

¹⁰⁸Angel Bergés Lobera. "Mercados de capitales. Nuevas formas de financiación empresarial". Revista de Economía. ICE no. 643, marzo 1987 (pags. 143 y 144)

¹⁰⁹Oriol Amat. La Bolsa. Funcionamiento y técnicas para invertir. Ediciones Deusto S.A. 1987. (pags. 22 a 24)

hasta entonces tenían como tradicionales fuentes de financiación:

- El crédito bancario;
- el crédito de proveedores;
- la autofinanciación;
- la aportación directa.

De todas ellas el crédito bancario y la autofinanciación se han constituido en las verdaderas fuentes de financiación de la empresa.

Por lo que se refiere a las operaciones crediticias de la banca, estas se han materializado, mayoritariamente, en operaciones a corto plazo, como si el objetivo de la financiación fuera el capital circulante de las empresas; el aspecto negativo aparece cuando con financiación a corto, generalmente más cara, y siempre sujeta a las fluctuaciones impuestas por las coyunturas económicas y las políticas monetarias del Estado, se realizan operaciones de inversión a medio y largo plazo. Tal decisión suele ser una pesada carga financiera a soportar por la empresa, que puede convertirse en altamente peligrosa en momentos de tensiones económicas, ya sean de tipo coyuntural o general, que, al fin y al cabo, son cíclicamente normales durante la vida de las empresas.

La autofinanciación ha sido tradicionalmente un recurso financiero utilizado principalmente por empresas de tipo familiar y/o de pequeña dimensión. La utilización de tal forma de financiación da como resultado una sólida y saneada estructura financiera, sin embargo el coste de oportunidad soportado por estas empresas acostumbra a ser elevado y el riesgo muy concentrado.

En consideración, parece razonable buscar fuentes alternativas de recursos financieros, con bajo coste, que minoren la dependencia bancaria de las compañías, diversifiquen riesgos y a la vez se conviertan en un vehículo más directo de transmisión de fondos desde las unidades económicas con excedentes de recursos financieros a las deficitarias de los mismos¹¹⁰.

La segunda razón objetiva aparece con la incorporación de nuevos instrumentos en el panorama financiero que serán tratados en el apartado siguiente.

¹¹⁰Jordi Planansdemunt Gubert. "El Segundo Mercado" Horizonte Empresarial.

2.4.2 - EL CAPITAL RIESGO, LAS PYMES Y EL SEGUNDO MERCADO

Además de lo citado anteriormente, debemos incorporar a nuestro estudio el análisis de un nuevo producto que se conoce universalmente como "venture capital"¹¹¹ o capital riesgo.

El fin que persiguen las entidades de capital riesgo no es una toma de posición de control de la empresa, sino más bien participar de forma minoritaria en los recursos propios de ésta, sea en el mismo capital o en otra figura que así pueda ser calificada. Otra característica de este tipo de capital es que no tiene vocación de permanencia, sino que, una vez madurada la inversión material en la que ha sido empleado, el titular pretende recuperar su capital con la correspondiente plusvalía.

Con este nuevo instrumento salta al primer plano de la actualidad económica la empresa de vida joven, totalmente relegada, hasta épocas recientes, en los mercados de capitales.

Ante todo debemos constatar el ínfimo grado de desarrollo alcanzado por el capital riesgo en nuestra

¹¹¹Permín Zancada Peinado. "Problemática actual del Capital Riesgo: enfoque financiero". Papeles de Economía española. Suplementos sobre el Sistema Financiero, no. 20, 1987.

economía -dicho sea de paso tampoco ha tenido un éxito relevante en los restantes países europeos-, pero su potencial es tan grande que a continuación realizaremos una breve exposición de este fenómeno.

La denominación de capital riesgo¹¹² no presupone un contenido concreto, sino que bajo esta fórmula se pretende poner de manifiesto las características de determinada inversión. El concepto de capital riesgo adquiere unas connotaciones distintas del tradicionalmente concebido como inversión en acciones o títulos de renta variable con rendimiento a riesgo y ventura de la consecución empresarial de beneficios y pérdidas, y se propugnan, para su debido engranaje, unos diferentes protagonistas y unas nuevas instituciones.

El alto riesgo define a la inversión, que puede consistir en la adquisición de participaciones minoritarias, bien en forma de deuda (préstamos) que tratará de rentabilizar a medio y largo plazo mediante las correspondientes plusvalías, o bien, en el segundo caso, participando en los futuros éxitos.

Con este nuevo instrumento se pretende, en última instancia, incentivar la inversión empresarial, y para ello canaliza el ahorro generado hacia unidades productivas con un alto potencial de crecimiento. Los destinatarios de este ahorro normalmente van a ser las pequeñas y medianas empresas (PYMES), ya que son éstas las que pueden generar, proporcionalmente, más

¹¹²Manuel García-Pozuelo Bonales. "Significado y evolución de los instrumentos de promoción industrial: El Capital Riesgo". Papeles de economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero, no. 20, 1987.

tecnología para una determinada inversión y las que adaptan más rápidamente su forma de actuar a la situación cambiante, tanto económica como tecnológicamente. El nuevo instrumento es consagrado además como especialmente apto para los calificados como sectores de futuro o de tecnología punta, según la práctica americana de los últimos años demuestra.

Tipos de entidades de Capital Riesgo

Siguiendo a José Martí Pellón, podemos clasificar las entidades de capital riesgo desde dos puntos de vista:

- De acuerdo con la forma organizativa adoptada:

- a) La Sociedad de capital Riesgo, sociedad anónima dedicada a invertir sus propios recursos.
- b) La Sociedad Gestora de Fondos de Capital Riesgo dedicada a la constitución y gestión de fondos de capital riesgo de duración temporal aportados por terceros. Se debe contar así mismo con el concurso de un depositario.
- c) Los Departamentos de Inversión de Capital Riesgo de bancos y empresas, considerados aquí de forma coyuntural hasta su definitiva adscripción a alguna de las modalidades precedentes.

- Respecto a quien es el mayor aportante de los recursos:

- a) Entidades de Capital Riesgo privadas, con la banca privada como principal protagonista. EECR (Entidades específicas de capital riesgo).
- b) Las SODIS (Sociedades de desarrollo industrial), dependientes del Instituto Nacional de Industria. Como se nutren con fondos públicos, su finalidad ya no es estrictamente la misma que cuando su origen es el ahorro privado.
- c) Las SCRICAS (Sociedades de capital riesgo promovidas por las comunidades autónomas), también bautizadas como SPE (Sociedades de promoción de empresas).
- d) Otras entidades de capital riesgo, dependientes del Estado, Diputaciones Provinciales y Ayuntamientos¹¹³.

En el conjunto del Estado español¹¹⁴ existen alrededor de treinta empresas que se dedican a trabajar en este mercado, la mayoría de iniciativa pública.

De momento analizaremos los canales de capital riesgo que provienen de sector privado, y al final de este capítulo mencionaremos brevemente el papel del Sector Público frente a este instrumento financiero ya

¹¹³José Marí Pellón. La oferta de capital riesgo (venture capital) en España en 1986. Santander: Universidad Menéndez Pelayo 1988.

¹¹⁴Joaquim Marqués. "El risc és capital". *Avui-Economía*, 11 de gener de 1990.

que no contempla el riesgo de la misma manera que desde el punto de mira del mercado porque precisamente huye del riesgo.

Será en el contexto del mercado donde deberán hallarse las financiaciones suficientes para las inversiones de riesgo que demande la iniciativa empresarial. Un mercado de capital riesgo, si se quiere, estimulado e incentivado por el Estado, e incluso con reglas en cierto modo particulares; pero, en cualquier caso, abierto, flexible y en el que la libre concurrencia pueda desarrollar sus máximas posibilidades, aunque sin olvidar las elementales normas de control estatal encaminadas precisamente a garantizar la confianza de los que a él acuden en esa igualdad de oportunidades, sin distorsiones y con una transparente información.

Etapas del ciclo del Capital Riesgo

La empresa demandante de financiación para una inversión de alto índice de riesgo puede obtenerla:

1. Directamente del ahorrador.
2. Directamente de una Entidad de Capital Riesgo.
3. A través del mercado bursátil, en el Segundo Mercado si acude a él a cotizar sus títulos, sean obligaciones o acciones.

Los ahorradores pueden:

- a) Suscribir acciones o participaciones de Sociedades o Fondos de Capital Riesgo, bien directamente, bien a través del Segundo Mercado.
- b) Suscribir títulos de empresas para inversiones arriesgadas, bien directamente, bien adquiriendo en el Segundo Mercado los títulos en él ofrecidos por estas empresas.

La Sociedad o Fondo de Capital Riesgo puede captar los fondos colocando sus acciones en los ahorradores finales o en los inversores institucionales, bien directamente, bien a través de Segundo Mercado, si lleva sus títulos a cotización. Los fondos así obtenidos puede invertirlos en las empresas, bien directamente, bien a través del Segundo Mercado, mediante la adquisición de los títulos en él cotizados de las empresas que realizarán inversiones con alto índice de riesgo.

La desinversión cerrará el ciclo del capital riesgo; éste podrá realizarse bien mediante la recompra de la participación por la propia empresa, bien vendiéndola a otros ahorradores o intermediarios, directamente o a través del Segundo Mercado.

Para que este teórico ciclo de flujos funcione es necesario que:

1. Los empresarios demanden financiación para inversiones de riesgo.
2. Los ahorradores entiendan que se dan las condiciones económicas para colocar sus fondos en capital riesgo.

3. Existan intermediarios financieros especializados.
4. Exista un mercado bursátil adaptado a las PYMES, principales demandantes de inversiones en riesgo.

Con este modelo, el empresario obtiene fondos para efectuar unas inversiones que solo darán rentabilidad al cabo de un cierto tiempo y el ahorrador obtiene la plusvalía final en ciertas condiciones de seguridad y, en su caso, liquidez. Todo ello facilitado por unos intermediarios financieros y un mercado de títulos apropiado.

Marco legal

Siguiendo el modelo expuesto se intenta desarrollar el mismo en España con la regulación de las Sociedades y Fondos de Capital Riesgo y el Segundo Mercado.

Su formalización legal se inicia con el Real Decreto Ley 1/1986 de 14 de marzo, de Medidas Urgentes, Administrativas, Financieras, Fiscales y Laborales, que expone entre sus motivos la necesidad de una mayor liberalización, ampliación de mercados y creación del entorno institucional adecuado a efectos de preparar la economía española ante la adhesión a la CEE, y que, en su capítulo IV, trata de "Sociedades y Fondos de Capital Riesgo".

El citado Decreto Ley establece como objeto social exclusivo de dichas entidades, la promoción y fomento de empresas no financieras mediante la participación

temporal en su capital. El capital mínimo es de 200 millones de pesetas para su constitución bajo la forma de Sociedad de Capital Riesgo y de 275 millones en el caso de Fondos de Capital Riesgo. La diferencia entre ambas es que la primera tiene autonomía de gestión, y la segunda precisa del concurso de una sociedad gestora para su funcionamiento. En los dos casos se necesita un número mínimo de 5 socios y ninguno de ellos puede tener un porcentaje superior al 20% del capital, salvo que sean entidades de carácter público.

Otro de los aspectos importantes a destacar es que Sociedades y Fondos de Capital riesgo podrán cotizarse en el Segundo Mercado de las Bolsas Oficiales de comercio.

El tratamiento fiscal¹¹⁵ a que están sujetas estas entidades es el siguiente:

1.- Una reducción del 90% de la Base Imponible del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados para los actos de constitución, aumento de capital y fusión de ambos tipos de entidades.

2.- En relación con el Impuesto de Sociedades, se dispone que tributarán conforme al régimen general, con las siguientes especialidades:

a) Deducción por dividendos del 100%, cuando tales dividendos provengan de sociedades no

¹¹⁵José Martí Pellón. Op. Cit.

cotizadas en el primer mercado bursátil, cualquiera que sea el porcentaje de participación de las mismas.

- b) Deducción de la Cuota de un porcentaje variable según el número de años que se haya mantenido la participación, de la cantidad que resulte de aplicar el tipo impositivo a los incrementos que obtengan por la enajenación de las acciones¹¹⁶.

Sin embargo esta normativa no reunía los requisitos suficientes para un buen despegue. La normativa se ha ampliado posteriormente con la Orden Ministerial de 26 de setiembre de 1986 por la que se establecen las normas de acceso al Registro Administrativo Especial y las modificaciones al Real Decreto de 14 de marzo de 1986, que aparecen en la Ley de Presupuestos, publicada en el Boletín Oficial del Estado de 24 de Diciembre de 1987.

El inversor en Capital Riesgo

Se evidencia el hecho de que los intermediarios financieros convencionales no encajan normalmente con las características de esta inversión. Ni siquiera

¹¹⁶La escala de coeficientes es la siguiente:

- I) Dentro de los tres primeros años, el 0,75.
- II) Dentro del cuarto y quinto año, el 0,99.
- III) Dentro del sexto, séptimo y octavo año, el 0,95.
- IV) En el noveno año, el 0,75.
- V) En el décimo año, el 0,50 y
- VI) a partir del décimo año no se aplicará deducción ninguna.

aquellos que pudieran considerarse de inversión colectiva.

El ahorrador o inversor inicial en capital riesgo puede ser individual o institucional. A su vez, puede efectuar la inversión directamente o a través de un intermediario financiero especializado, sociedad o fondo de capital riesgo.

La inversión en capital riesgo a través de los intermediarios adecuados permite una mayor diversificación del riesgo asumido, pudiendo reproducirse aquí el contexto que caracteriza a las sociedades y fondos de inversión mobiliaria en el sentido de compensar, por una adecuada composición de sus activos, los riesgos y los tipos de rendimiento, sin participación mayoritaria, económica o política, en otras sociedades. Se dan pues las características de toda inversión colectiva. Al invertir colectivamente en varios proyectos de riesgo, aquellos que consigan sus objetivos servirán para compensar la falta de rentabilidad de aquellos que fracasen, diluyéndose así el mayor riesgo.

El inversor en capital riesgo no se limita a la aportación de fondos, sino que, por sí o a través de otro, pretende conocer el tipo de inversión a la que va destinado el ahorro y participar en servicios complementarios de programación de esa inversión material y de seguimiento de su ejecución.

Desde el punto de vista de un ahorrador individual, el buen funcionamiento de un mercado bursátil adaptado al capital riesgo es más trascendente que desde la óptica del intermediario. Esto se evidencia al ver que el objetivo primordial de todo mercado bursátil

es canalizar la financiación desde los ahorradores últimos a las unidades productivas. Las posibilidades que un mercado organizado ofrece, principalmente la de hacer líquida la inversión inicial en cualquier momento y animar la decisión de los ahorradores a colocar sus fondos en capital riesgo.

Además, las sociedades y fondos de capital riesgo, mediante su asistencia profesional, pueden animar a las empresas en que participan a introducirse en el Segundo Mercado.

Objetivos de los intermediarios especializados en Capital Riesgo

Las Sociedades de Capital Riesgo (SCR) tienen como objetivo exclusivo la promoción o fomento de sociedades no financieras mediante participación temporal en su capital. La finalidad primordial de estas sociedades es la obtención de lucro mediante la plusvalía, conseguida al enajenar las particiones previamente adquiridas a pequeñas y medianas empresas innovadoras. Su acción se materializa a través de la aportación de fondos en forma de capital y financiación ajena, con carácter temporal y minoritario a empresas innovadoras con proyectos de un alto potencial de desarrollo¹¹⁷. No busca el control ni la suplantación de la gestión de la propia empresa, viene a constituir un "monitor a distancia" de las empresas en las que participa.

¹¹⁷Joan Carbonell. "El Capital Riesgo como sistema financiero de la nueva empresa". Empresa y Sociedad, no. 7, 1989.

Existen dos tipos de razones que justifican la conveniencia de este tipo de compañías¹¹⁸:

- a) Las características intrínsecas de las empresas de tamaños medio y pequeño.
- b) El entorno económico y social.

Las PYMES y el Capital Riesgo

Generalmente en las fases de arranque o expansión las pequeñas y medianas empresas no disponen de suficientes vías de financiación porque su propia dimensión en una fase estable no le aporta suficiente imagen de solvencia ante instituciones financieras.

Si éstas se dirigen al sector bancario, están condicionadas a una aportación de garantías reales por la propia sociedad y si ello no es factible, dada la naturaleza de la empresa, las garantías reales o avales personales deben ser aportados por los accionistas o gestores de la sociedad.

Además, el empresario innovador al frente de una PYME no tiene, generalmente, los suficientes conoci-

¹¹⁸Una empresa de Capital Riesgo acogida a la legislación vigente, no puede rebasar el límite del 45% del capital escriturado. Puede también efectuar préstamos, siempre que sean a un plazo superior a 3 años y que no rebasen el 45% de los préstamos análogos en cuanto a plazo, que ya haya obtenido la empresa participada.

Una sociedad de estas características no está obligada a vender sus participaciones en un plazo determinado, pero si lo hace en un plazo inferior a los 10 años, obtiene beneficios fiscales, primando especialmente dicha venta entre el cuarto y quinto año desde la inversión inicial, período que coincide con la mayor desgravación obtenida.

mientos de otras áreas de gestión, distintas de las específicas del objeto social de la empresa; esto representa una seria dificultad, pues precisamente es en el arranque o expansión cuando le son más necesarios los asesoramientos y apoyos estratégicos en todas las áreas empresariales como son finanzas, marketing, comercio internacional, legislación, etc.

Al intentar definir el tipo de empresas susceptibles de ser financiadas mediante Capital Riesgo se suele decir que una empresa alcanza sus fines cuando en su plan de actuación concurren la inventiva, el espíritu emprendedor y la capacidad de gestión. Éstas son pues las cualidades que deben llegarse a descubrir en toda propuesta de participación que reciba una sociedad de Capital Riesgo.

El Capital Riesgo como instrumento financiero

En conjunto, la razón de ser del capital riesgo¹¹⁹ como instrumento financiero de apoyo a la creación o expansión de las pequeñas y medianas empresas se puede sintetizar en los siguientes puntos:

- 1 - Las sociedades de Capital Riesgo comparten el riesgo del empresario mediante la participación minoritaria y temporal en los fondos propios y no exigen garantías reales ni personales para llevar a término esta inversión.
- 2 - Están en contacto con la empresa para el seguimiento de la inversión, apoyando al mismo tiempo y sin injerencias, la estrategia, gestión y desarrollo de la misma.
- 3 - Ayudan y apoyan al empresario innovador estudiando y verificando sus proyectos.
- 4 - Favorecen la dimensión internacional de los proyectos de participación, consolidando a la PYME.
- 5 - En proyectos de envergadura cuando, después de la aportación de capital de los promotores y de la participación legalmente posible de la sociedad de Capital Riesgo, es necesario

¹¹⁹"Un marco para la formación de Capital de riesgo". Ponencia presentada por las Bolsas de Barcelona y Valencia en la XII Asamblea de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores bajo el título de : "Análisis de las medidas tendentes a aumentar la inversión de riesgo y sus resultados". 1985.

una mayor aportación, esta misma sociedad ayuda a encontrar los inversores adecuados.

- 6 - La participación de sociedades de Capital Riesgo en las PYMES les aportan una mejor imagen de solvencia ante terceros tales como bancos, proveedores, clientes, etc.

Materialización de la propuesta

Existe una sistemática en el planteamiento de la propuesta, consistente en diferenciar, en primer lugar, en qué etapa se encuentran los promotores¹²⁰ de las que definen los tratadistas como:

- a) Inicio de la empresa (early stage).

En la etapa de inicio es cuando la sociedad de Capital Riesgo tiene su propio lugar. Las demás entidades financieras son reacias, en esta etapa, a dar el suficiente apoyo financiero, dado el pequeño tamaño de las empresas y las escasas garantías reales que pueden ofrecer.

1. **Siembra o semilla (seed)**. Cuando la empresa no existe, se precisa desarrollar el siguiente punto:

- Generación de la idea: definición de la idea en un producto o servicio.

¹²⁰Se utiliza el término promotores porque en ocasiones no está todavía constituida la sociedad.

- Decisión de la forma jurídica más conveniente.

El objetivo de participación se destinará a concretar todo ello con el asesoramiento y ayuda de la sociedad de Capital Riesgo.

2. Financiación del capital inicial (star up).

El promotor aporta un proyecto definido. En esta fase se desarrollarán los siguientes puntos:

- Definición del mercado al que se desea llegar: esto implica un estudio del mismo (producto-mercado) y un diseño de un plan.
- Estudio de los recursos humanos necesarios, evaluando las capacidades de los propios emprendedores, así como de sus colaboradores, definiendo sus perfiles y las responsabilidades de cada uno.

Esta es quizás la etapa de mayor riesgo.

3. Arranque (first stage). En esta fase, conocidos los estudios de mercado y las posibilidades de introducción, deben buscarse los capitales necesarios para el arranque de la producción y la adecuada planificación del marketing. Así deberá procederse a superar el punto siguiente:

- Relación de los fondos necesarios y las fuentes de su obtención.

b) Expansión (expansion stage).

Esta etapa aborda la consolidación del proyecto empresarial. Es cuando los requerimientos financieros van destinados a cubrir las necesidades de capital circulante que, debido al rápido crecimiento, la propia empresa no puede autofinanciar.

En otros casos puede ser necesario ampliar la capacidad de producción, mejora del producto, o incluso mejora de la comercialización.

c) Puente financiero (bridge).

Se trata de la empresa que ya requiere su entrada en Bolsa, pero las condiciones de la Bolsa en aquel momento no le son favorables; en estos casos se instrumentan suscripciones de ampliación de capital para, en el plazo más reducido posible, introducirse en Bolsa.

Finalmente, respecto a la desinversión de las acciones, los caminos tradicionales son la cesión a los accionistas iniciales, a los directivos o a terceros. Todos estos casos requieren fijar un valor de las acciones que siempre resultará difícil.

La desinversión más lógica y a la que deberíamos tender, es a la entrada, en su momento, a la Bolsa a través del Segundo Mercado de Valores. Tiene la gran ventaja de que el precio de cesión lo marca el mercado y la venta puede ser gradual.

El Sector Público y el Capital Riesgo¹²¹

El capital riesgo no es una adecuada vía para la aplicación del ahorro popular. Es ésta una fórmula de inversión que siempre exige que sea sólo una parte del patrimonio, y no todo, el que se exponga al riesgo. Además, se trata de una fórmula de inversión que exige grandes recursos y una serie de conocimientos técnicos a los que no tiene acceso el gran público, como no sea a través de sociedades especializadas, como se ha mencionado con anterioridad. Esto hace que el sector público, frecuentemente, juegue un papel destacado en este tipo de instrumento financiero.

En los últimos tiempos, los gobiernos de los países más desarrollados están dedicando una especial atención al capital riesgo como herramienta de potenciación de las PYMES, de la innovación y de la modernización de las estructuras económicas.

El sector público trata de desarrollar el capital riesgo a través de dos vías diferentes:

1. Gestionando una parte de capital riesgo de dos maneras diferentes:

- a) Concediendo préstamos y créditos, en el contexto de un programa de apoyo a las PYMES, con cargo, en todo o en parte, a los presupuestos respectivos en

¹²¹Cristobal Marmolejo Oña. "El Capital Riesgo en Estados Unidos y Europa". Papeles de economía española. Suplementos sobre el Sistema Financiero, no. 20, 1987. (Pags. 68, 82 y 83).

condiciones más favorables que las condiciones y garantías exigidas por las instituciones financieras privadas.

b) Constituyendo Sociedades de Capital Riesgo, con capital mayoritariamente público, que financien a las PYMES. Sin embargo hay que destacar que suelen tener un marcado carácter localista o regionalista.

2. Estimulando al sector privado para que ofrezca recursos a las PYMES innovadoras mediante la adopción de una serie de medidas favorables de carácter fiscal o financiero.

Por todas las razones apuntadas anteriormente más o menos reales y potenciales, pareció conveniente la creación de un segundo mercado en las bolsas oficiales de comercio que adecuara las exigencias de acceso al mismo, las condiciones de permanencia y las obligaciones formales a las características de las pequeñas y medianas empresas y que, al mismo tiempo, y previo cumplimiento de las condiciones establecidas por el Ministerio de Economía y Hacienda, pudiera accederse a los beneficios de la cotización oficial¹²².

¹²²Ramón Martínez Cerezo. "Las Nuevas Bolsas. Hacia una ampliación del Segundo Mercado". /1. Estrategia Financiera no. 44, Setiembre 1989.

Cuadro resumen de la situación del Capital Riesgo en Catalunya

CAPITAL RISC A CATALUNYA	
Societat Catalana de Capital a Risc (SCCR)	
Capital social: 2.000 milions de ptes.	
Participacions importants:	
- CIDEM	613 milions
- Banc Hispano-Americà	100 "
- Banca Catalana	100 "
- AAC Grup	100 "
- Agroalimentació	100 "
- Catalana/Occident	100 "
- Repsol	100 "
- ERCROS	105 "
- Pool SIPAREX	10 "

INICIATIVES, S.A.	
Capital permanent: 2.327 milions de ptes.	
Participacions importants:	
- Ajuntament de Barcelona	1.300 milions
- ONCE	900 "

PROELSA	
Capital social: 450 milions de ptes.	
Accionariat:	
- Diputació de Barcelona	441 milions
- Patronat de la Casa Caritat	4.5 "
- CATRISA	4.5 "

BARCELONA IMPULS	
Capital social: 500 milions de ptes.	
Accionariat:	
- Iniciatives	100 milions
- Agromán	50 "
- Agroalimentació	50 "
- Catalana de Gas	50 "
- Caixa de Barcelona	50 "
- Caixa de Catalunya	50 "
- HUSA Serveis	50 "
- IRDIMP	50 "
- Timón	50 "

Fuente: Joaquim Marqués Op. Cit y elaboración propia.

Clasificación de los instrumentos de Capital Riesgo en España (ver páginas siguientes)

Sociedades de Intervención	Denominación	Campo de actividad	Zona de acción	Tipos de prestaciones	Condiciones
Instituto N. de Industria (Servicio de Prom. Ind.)	INI (SPI)	General	Nacional	Realización general de promoción empresarial.	Se especifica en cada caso concreto.
SODIS	SODIGA SODIAN SODICAN SODIEX SODICAL SODICAMAN SODIAR	General	Regional: Galicia Andalucía Canarias Extremadura Castilla-León Cast-La Mancha Aragón	Participación en el capital de las empresas en las regiones señaladas, en condiciones de Capital Riesgo, así como la concesión de préstamos a interés subvencionado.	Estas participaciones están enfocadas hacia las empresas que, situadas en las regiones señaladas, son de nueva creación o se encuentran encaminadas a la realización de importantes inversiones en modernización e innovación (I+D).
SCRICAS	SOPREA SPRI SFR SRP SEPETI SODENA SODERCAN	General	Regional: Andalucía País Vasco Cast-La Mancha Asturias Canarias Navarra Cantabria	Participación de capital en nuevas empresas como Capital Riesgo. Promoción de nuevas empresas. Concesión de créditos a las empresas participadas. Estudio de viabilidad de proyectos, asesoramiento técnico, financiero y de gestión.	Desarrollar la actividad de las distintas Comunidades Autónomas correspondientes; presentados proyectos de creación de empresas, la Sociedad de Promoción los analiza, decidiendo la inversión y cuantía, siempre de forma minoritaria y temporal.

Cuadro no. 1

Sociedades de intervención	Denominación	Campo de actividad	Zona de acción	Tipos de prestaciones	Condiciones
Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial	CPTI	Sectorial	Nacional	Participación financiera en el capital, en proyectos de innovación o de tecnologías punta y de desarrollo tecnológico.	Es condición necesaria la existencia de un proyecto de innovación tecnológica en que el CPTI participará con la aportación de capital, de forma que se determinará en cada proyecto teniendo en cuenta que el CPTI pretende sólo una participación minoritaria y que su intervención no pretende el control de la empresa, sino participar en los riesgos eventuales y beneficios de la misma. Cuando el proyecto se encuentra desarrollado el CPTI vende su participación a los accionistas o a un tercero.
Bancos de Promoción Industrial	BCI	General	Nacional	Crédito en condición de préstamo a medianas empresas, con independencia de su naturaleza jurídica y en cualquier actividad, con un máximo de 200 millones de recursos propios y que no tengan vinculación con otras empresas.	<p>a) Activos fijos: hasta el 75% de la inversión, con un máximo de 30 millones destinados a activos fijos nuevos.</p> <p>b) Capital circulante: hasta el 25% del importe de los activos fijos con un límite de 15 millones de ptas.</p> <p>Interés exigible: 13% en ambos casos.</p> <p>Garantías exigibles: hipotecarias y cualquiera de las admitidas normalmente en Derecho, incluso el afianzamiento otorgado por las Sociedades de Garantía Recíproca.</p>

Sociedades de intervención	Denominación	Campo de actividad	Zona de acción	Tipos de prestaciones	Condiciones
Institutos de Participación	IMPI	General	Nacional	Subvención de un 3% en el interés de los créditos oficiales obtenidos a través de la gestión del Instituto de la Pequeña y Mediana Empresa Industrial.	Las que establezca el Banco de Crédito Industrial además de que sea una empresa de nueva creación y previa presentación del proyecto.
	IFRPA		Regional	Actuación, fundamentalmente, a través de SRP.	
EECR	SEFINNOVA	General	Nacional	Participación accionaria en nuevas empresas de forma temporal y minoritaria. De forma complementaria, financiación en forma de obligaciones o préstamos a largo plazo.	Esta participación monoritaria temporal, en forma accionaria, se realiza en procesos que contengan innovación en los mismos, productos y servicios y con una fuerte rentabilidad inicial a priori. La cuantía de la participación es variable y siempre minoritaria (del 10 al 30%) y va dirigida a las PYMES.
	B.B.V. de Promoción Empresarial	General	Nacional	Participación en el capital de empresas de nueva creación, en condiciones de Cap. Riesgo de manera temporal. Préstamos a M y L plazo con un importe máximo de 100 millones de ptas. Y nunca más de un tercio	Existencia de un proyecto de empresa de nueva creación, de innovación tecnológica, con fuerte rentabilidad inicial a priori. La participación se limita a un 33% del capital y también a un plazo de tiempo determinado. está dirigido fundamentalmente a empresas con alta tecnología o proyectos claramente innovadores.

(sigue)

de la inversión. Préstamos participativos. Préstamos con royalties s/vtas. Préstamos con opción a conversión en capital.

ENISA	General	Nacional	Participación en el capital social de nuevas empresas de forma minoritaria y temporal y con la fecha de salida de ENISA de la nueva empresa pactada con los promotores desde el inicio de la participación.	Proyecto de la nueva empresa que analiza ENISA con los siguientes criterios: - Viabilidad técnica, comercial y financiera. - Capacidad empresarial de los promotores. - Creación de empleo y especialmente en ZUR. - Adaptación a la estrategia del INI.
-------	---------	----------	---	--

INICIATIVES S.A. General Regional Similares a las anteriores.

PROELSA

BARCELONA IMPULS

SOCIETAT CATALANA DE CAPITAL RISC S.A.	General	Nacional/Internacional	Participación en el capital social de las empresas de forma minoritaria y temporal. Apoyo profesional a su equipo de gestión.	Proyectos donde confluyen los siguientes criterios: - Capacidad empresarial de los promotores. - Viabilidad técnica, comercial y financiera. - Carácter innovador, capacidad de crecimiento, deseo de internacionalización y estrategia de marketing.
--	---------	------------------------	---	--

Sociedades de intervención	Denominación	Campo de actividad	Zona de acción	Tipos de prestaciones	Condiciones
Fondos de Capital Riesgo	FCR del País Vasco	General	Regional		
Asociaciones de Sociedades de Capital Riesgo	ASCRI	General	Nacional	Promocionar e impulsar la creación en España de entidades cuyo objeto sea la financiación directa de proyectos innovadores mediante participación minoritaria y temporal. Colabora con la Administración para desarrollar el marco adecuado para la inversión.	Para ser miembro de pleno derecho: Aquellas personas o entidades que desarrollen su actividad en la financiación de Capital Riesgo. Para ser miembro adherido: Personas o entidades que contribuyan a la expansión del Capital Riesgo, pero no desarrollen la actividad de financiación de los miembros de pleno derecho.
	AVCI		Internacional	Para ser miembro: Personas o entidades que desarrollen su actividad en la financiación de proyectos de innovación en régimen de Capital Riesgo.	Promover la actividad de Capital riesgo en Europa. Estimula la expansión del "venture capital" y contribuir al desarrollo de la gestión de inversores e inversiones.

Cuadro no. 4

Cuadros nos. 1 al 4, Fuentes: F. Aranda - R. Martínez - J.F. Corona. El Segundo Mercado. Una fuente de financiación para la pyme. Ediciones Gestión 2000 S.A. Barcelona 1990; Joaquim Molins Op. Cit. y elaboración propia.

2.4.3 - EL SEGUNDO MERCADO DE VALORES DE LA BOLSA DE BARCELONA

Orígenes y características generales

Es de una lógica meridiana que la primera forma de "segundo mercado" apareciera en la comunidad catalana, cuyo sistema productivo está estructurado por un denso entramado industrial formado por empresas de dimensión pequeña y mediana, y hasta épocas relativamente recientes, gobernadas, en una alta proporción, por familias, donde el papel del empresario ejecutor y el capitalista se funden.

Convirtiéndose en pionera, La Bolsa de Barcelona se propuso crear y organizar¹²³ un "segundo mercado", al estilo de los recientemente instaurados en Francia o Gran Bretaña.

Tanto la filosofía que inspiró su creación como los fundamentos jurídicos y sus criterios de aplicación aparecen detallados en la Ponencia que presentó la Bolsa de Barcelona en la Asamblea de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores, que tuvo lugar en Sao Paulo en Noviembre de 1982, y que resumimos a continuación:

¹²³José Ignacio Iturralde Falcón. "El Segundo Mercado en la Bolsa". Dinero, febrero 1983.

Filosofía del nuevo mercado

El mercado de cotización oficial exige unos determinados requisitos a las sociedades que pretenden su admisión. En España las normas de admisión a cotización que establecía el Reglamento de Bolsas de 30 de junio de 1967, han sido considerablemente endurecidas por el Real Decreto 1536/1981 de 13 de julio, especialmente en lo que hace referencia a la cifra mínima de capital -se establece en 200 millones de pesetas-, beneficios mínimos después de impuestos sobre capital desembolsado, y a requisitos de difusión y contratación.

Resulta necesario organizar otro mercado con el fin de que sociedades que, por su dimensión o por alguna característica especial, no puedan entrar directamente en el mercado oficial, encuentren la posibilidad de acceder a un mercado en donde obtener financiación.

Se ha tratado de llevar a la práctica de nuestro país lo que es ya realidad en buena parte de las Bolsas europeas más desarrolladas, ya que es muy general el reconocimiento del papel que las sociedades de pequeña y mediana dimensión desempeñan en la estructura productiva actual. No resulta casual que la idea de este segundo mercado se trate de promover desde Catalunya, ya que la estructura industrial catalana, con un volumen importante de empresas de tipo medio, podría verse especialmente beneficiada con la posibilidad de acceso a este mercado específico.

Las directrices del nuevo mercado se han inspirado preferentemente en el USM de la Bolsa de Londres, así como los mercados francés, italiano, danés y suizo. Conviene observar que, pese al carácter de segundo

mercado con el que configuraron este mecanismo, el nivel de regulación es bastante estricto, sobre todo en lo relativo a la información y contratación, mientras que se establecen criterios más amplios, en comparación con el mercado oficial en todo lo relativo a dimensión, difusión del accionariado, etc. Así pues, si bien son menores las exigencias, quedan debidamente garantizadas la regularidad jurídica, la información y la posibilidad de mercado.

Fundamentos jurídicos

El artículo 161 del Reglamento de las Bolsas de Comercio, dispone que "las operaciones sobre valores no admitidos a la cotización oficial, realizadas entre dos Agentes de Cambio y Bolsa¹²⁴, que actúen cada uno como mediador de su respectivo comitente, tanto si se realiza en Bolsa, como fuera de ella, se harán al precio que resulte del libre juego de la oferta y la demanda. El mismo artículo termina precisando que el precio contratado podrá hacerse público para general conocimiento, si así lo dispone la Junta Sindical¹²⁵.

Entendemos que el mencionado artículo es base suficiente para la organización de un "mercado de títulos

¹²⁴Con la reforma del mercado de valores desaparece la figura del Agente de Cambio y aparecen nuevos intermediarios financieros, las Sociedades de Valores, que pueden operar por cuenta propia y ajena, y las Agencias de Valores que sólo lo pueden hacer por terceros. Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores.

¹²⁵Ahora Sociedad Rectora del Mercado de Valores. Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

no incluidos", en la propia Bolsa, pero en horario no bursátil. La mención del artículo 161 "... tanto si se realiza en Bolsa, como fuera de ella ..." permite todas las posibilidades, incluso, la más lógica a nuestro entender, de un mercado en Bolsa, pero fuera de Bolsa.

Con todo lo mencionado anteriormente tan solo falta para la existencia del mercado, la nota de la habitualidad o frecuencia, y ello depende por lo menos inicialmente de las Juntas Sindicales.

A mayor abundamiento, y para que no queden dudas, el artículo 162 dispone que las aplicaciones sobre valores no admitidos se harán al precio que convengan comprador y vendedor (luego no a precio de mercado), y tampoco se dice que tal precio deba hacerse público.

Criterios básicos en la regulación del Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona

NORMAS Y CONDICIONES PARA LA INCLUSION DE LOS TITULOS-VALORES EMITIDOS POR UNA SOCIEDAD EN EL SEGUNDO MERCADO (Aprobadas por la Junta Sindical de la Bolsa Oficial de Comercio de Barcelona y de su Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa, en su sesión del día 21 de abril de 1982)

- a) Regulación de la información. La nueva regulación de la información para las sociedades admitidas a cotización, establecidas por el Real decreto 1847/1980 de 5 de setiembre, ha supuesto un paso importante que no es conveniente desvirtuar excesivamente a la hora de regular las exigencias de información en el segundo mercado.

Si bien se considera adecuado retocar algunas exigencias relativas al contenido del folleto de admisión o a los plazos de presentación, respecto de los exigidos en el primer mercado, no parece conveniente en absoluto, restringir el nivel de información a facilitar por estas sociedades. Si las sociedades que deban acudir a este mercado son sociedades nuevas, poco conocidas, y acuden con el objetivo de demandar fondos para financiar sus planes de inversión, parece lógico pensar que deberían realizar, en su propio interés, un esfuerzo especial de información que anulara el posible handicap que su ausencia anterior del mercado pudiera representar.

Las sociedades que tengan admitidos títulos-valores a la cotización en este mercado, tendrán la obligación de remitir anualmente a la Junta Sindical la Memoria, el Balance, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, y la Aplicación de Resultados de cada ejercicio cerrado, antes de transcurrir dos meses contados a partir del día de su aprobación por Junta General.

También tendrán obligación de comunicar puntualmente el pago de dividendos activos, dividendos pasivos de las acciones parcialmente desembolsadas, los aumentos y reducciones de capital o nominal de los títulos-valores emitidos, así como las emisiones de obligaciones, modificaciones de Estatutos sociales, transformaciones y fusiones de que puedan ser objeto, declaración de quiebra, suspensión de pagos o disolución y, en general, cuanta información adicional les solicite la Junta Sindical.

b) Regulación de la contratación. La contratación de estos títulos no plantea una problemática específica derivada de su escasa difusión. Las fórmulas que se plantean son las dos siguientes:

- La contratación normal de viva voz, como actualmente existe para la mayor parte de los valores¹²⁶.
- La contratación por el sistema de oposición similar a la recientemente establecida por el Real Decreto 1846/1980 para algunos valores de cotización calificada.

Ninguna de ambas soluciones es totalmente adaptable al previsiblemente escaso nivel de contratación de estos títulos, por lo que se piensa en una fórmula mixta específica para este mercado, similar, en alguna medida, al sistema inglés del USM que consiste en la figura del Agente de Cambio y Bolsa, responsable de ordenar el mercado del título correspondiente, en contacto directo con la entidad emisora, y respondiendo frente a la Junta Sindical de la evolución concreta de la contratación de ese valor.

c) Regulación del capital mínimo requerido. En este punto es donde se marcan diferencias sustanciales con el mercado oficial, pues sólo bajando sensiblemente la cifra mínima de capital requerido se

¹²⁶Con la puesta en marcha del mercado continuo, las operaciones a viva voz son cada vez menores, reservándose, de momento, para aquellos títulos con poco volumen y frecuencia de transacciones.

puede abrir el nuevo mercado a un colectivo amplio de sociedades.

Para el caso de títulos de renta variable se requiere que la sociedad tenga un capital social mínimo, totalmente desembolsado, de 50 millones de pesetas y máximo de 1000 millones de pesetas. A efectos de tales límites la Junta Sindical podrá considerar la procedencia de computar las reservas y recursos propios de la sociedad.

Para el caso de títulos de renta fija se requiere que la emisión sea, como mínimo, de 25 millones de pesetas y como máximo de 500 millones de pesetas.

- d) A nivel de difusión. Las exigencias de difusión para las sociedades que soliciten su admisión en el segundo mercado también deben ser, muy inferiores a las que establece el régimen de admisión al mercado oficial. El Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona fija tal exigencia en un mínimo de no más de 20 accionistas y para la renta fija de 20 obligacionistas. Sin embargo, se cree oportuno mantener, incluso con carácter conjunto y no alternativo como sucede en el mercado oficial, el mecanismo de la consignación en la Junta Sindical de un número de títulos para que, vendidos por cuenta de sus propietarios, se obtenga una adecuada difusión. Este mecanismo nos parece especialmente importante para este nuevo mercado, en el que se persigue especialmente la colocación del valor y exige estudiar el procedimiento de valoración adecuada del título que permita arbitrar esa

especie de venta pública con ciertas garantías de éxito.

- e) Antigüedad de la sociedad. Si bien parece lógico seguir el criterio general de tres años con balances y memorias aprobados, sería interesante dejar la puerta abierta a la posibilidad de acceso al segundo mercado con carácter excepcional a sociedades nuevas con proyectos industriales debidamente contrastados y viables que necesiten fondos para financiarlos.

Admisión de sociedades

1 - Documentos a presentar por la sociedad interesada.

Las sociedades que pretendan que sean admitidos a cotización en este mercado los títulos-valores que hayan puesto en circulación dirigirán solicitud a la Junta Sindical de la Bolsa de Barcelona, expresando en la petición el valor a cuya admisión se refieren y sus características. A la mencionada solicitud se acompañará:

- a) Documentos justificativos de la personalidad del solicitante.
- b) Certificación del acuerdo de la Junta General de la Sociedad de solicitar la admisión a cotización en este mercado, con sumisión a las normas que lo regulen.
- c) Testimonios notariales o copias auténticas de las escrituras de constitución y de posteriores modificaciones sociales, si las hubiere,

debidamente inscritas en el Registro Mercantil.

Si se trata de títulos de renta fija, deberá acompañarse de la escritura de emisión, debidamente inscrita en el Registro Mercantil y, en el caso de títulos hipotecarios, en el de la Propiedad.

d) Certificados expedidos por la entidad peticionaria acreditativos de los siguientes extremos:

- Que no existen restricciones estatutarias para la libre transmisibilidad de los títulos-valores ni de sus derechos.

- Que se halla al corriente en el pago de los dividendos acordados e intereses devengados, en su caso.

- Que no le consta la existencia de retenciones judiciales o administrativas sobre los títulos-valores, expresando, en caso contrario, la numeración de los que se hallen retenidos.

e) Un título, como modelo, representativo de los valores de cuya admisión se trate.

f) Justificante acreditativo de haberse realizado la puesta en circulación de los títulos y su suscripción.

g) Memorias y documentación contable de los tres

últimos ejercicios aprobados por la Junta, verificada la documentación correspondiente al último de ellos por Titulado Superior.

- h) Folleto explicativo de las características de las emisiones a que se refiera la solicitud y de la situación económica, financiera y jurídica de la sociedad emisora.

La documentación reseñada se extiende sin perjuicio de la complementaria que, en su caso, pueda exigir la Junta Sindical, la cual, desde luego, examinará la regularidad jurídica y económico-financiera de la emisora y los títulos objeto de la solicitud.

Excepcionalmente podrán admitirse sociedades que no tengan cerrados tres ejercicios, acumulándose el folleto de presentación a los objetivos perseguidos por la solicitud de admisión.

- 2 - **Agente asesor.** En la solicitud de admisión a este mercado, la sociedad interesada designará un Agente de Cambio y Bolsa colegiado, que desempeñará la función de asesor.
- 3 - **Gastos del expediente.** La Junta Sindical ha establecido los gastos del expediente en la mitad de los aranceles del mercado oficial más los que correspondan por los anuncios en el Boletín de Cotización.

Métodos de salida

Como cualquier título que salga a cotizar en un mercado de valores puede hacerlo de diversas maneras:

- Oferta de títulos simples;
- Oferta de lotes indivisibles (en el momento de la colocación, después divisibles);
- Ofertas generalizadas o populistas (todos los intermediarios financieros pueden tomar parte en la colocación de los títulos);
- Oferta limitada (pocas instituciones colocan la emisión y ésta se distribuye entre pocos sujetos);
- Oferta a precio cierto (se fija un precio de salida);
- Oferta relativa a derechos preferentes de suscripción (se ponen a la venta los derechos que se generan con la ampliación de capital; etc.

Valores negociables

Pueden ser negociadas en el Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona:

- Las acciones de sociedades españolas inscritas en el mismo;
- Las obligaciones de emisores que cumplan las condiciones de acceso a este mercado.

Condiciones de cotización

Contratación. La contratación del valor admitido en este mercado habrá de realizarse en todo caso a través del mismo, salvo casos excepcionales que podrán ser autorizados por la Junta Sindical.

El valor incluido deberá cotizar, como mínimo, una sesión al trimestre.

Inicialmente la contratación de los títulos incluidos en este mercado se realizará en los corros bursátiles un día a la semana, a la hora que fije la Junta Sindical tras el mercado de cotización oficial.

La liquidación de las operaciones se realizará mediante los servicios de liquidación compensada organizada por la Junta Sindical.

Incumplimientos. La Junta Sindical velará por el exacto cumplimiento de las obligaciones asumidas por las sociedades cuyos títulos hayan sido admitidos en este mercado y adoptará en su caso, los acuerdos de suspensión o exclusión que se estimen procedentes por el incumplimiento puesto de manifiesto."

Publicación de las cotizaciones

El Boletín de Cotización oficial de la Bolsa de Comercio de Barcelona publica las cotizaciones de los títulos del Segundo Mercado junto con las de la Bolsa de Valores, sólo que en un epígrafe diferenciado.

Tratamiento fiscal

"Nuestro sistema fiscal se ha caracterizado por no otorgar un trato fiscal especial a las ganancias de capital, considerándolas como renta ordinaria, a pesar de las evidentes distorsiones que supone este tratamiento.... No descubrimos nada nuevo si decimos que la normativa fiscal aplicable a los rendimientos obtenidos como ganancias de capital es claramente penalizadora"¹²⁷.

Ventajas del Segundo Mercado

El Segundo Mercado es una buena vía de acceso al mercado financiero. Permite que las empresas medianas disfruten de todas las ventajas de la Bolsa y facilita la canalización del ahorro por la emisión de valores mobiliarios:

- a) Asegura la movilidad del capital y la salida de los accionistas sin comprometer la continuidad de la empresa;
- b) Aumenta las posibilidades de desarrollo de la empresa dándole medios para diversificar y aumentar las fuentes de recursos financieros tan necesarios para una empresa en crecimiento;
- c) Da prestigio y publicidad a la sociedad;

¹²⁷F. Aranda, R. Martínez y J.F. Corona. El Segundo Mercado. Una fuente de financiación para la pyme. Ediciones Gestión 2000 S.A. Barcelona 1990.

- d) Elimina obstáculos considerados amenudo como insuperables por las empresas ante su introducción en Bolsa: riesgo de pérdida de control, lo gravoso de los procedimientos, etc.;
- e) Puede tener una cotización abierta y permanente;

El Segundo Mercado puede ofrecer igualmente tanto a las empresas y sus accionistas como al resto de ahorradores muchas de las ventajas propias de un mercado de valores.

Evolución histórica de la entrada de sociedades a cotizar

En los cuadros siguientes describimos:

- 1o) la evolución del Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona desde su creación;
- 2o) detalle de la fecha de inclusión de las sociedades, capital admitido a cotización, volumen negociado, efectivo y nominal, número de sesiones de cotización efectuadas e Índice del Volumen de Contratación¹²⁸.

¹²⁸El indicador de volumen de contratación (IVC) nos da la relación porcentual existente entre el volumen nominal contratado en Bolsa (V) y el capital social (C).

$$IVC = \frac{V}{C} \times 100$$

No se trata simplemente de estudiar la frecuencia de la contratación, sino más estrictamente de la rotación del capital, en cuanto el indicador de volumen de contratación expresa el porcentaje de

AÑO	Inicio	Fin	Entradas netas
1982	5	5	5
1983	5	12	7
1984	12	13	1
1985	13	17	4
1986	17	17	0 (*)
1987	17	21	4
1988	21	25	4
1989	25	26	1 (**)

(*) Una entrada y una salida.

(**) Dos entradas y una salida.

Fuente: Memorias de la Bolsa de Barcelona

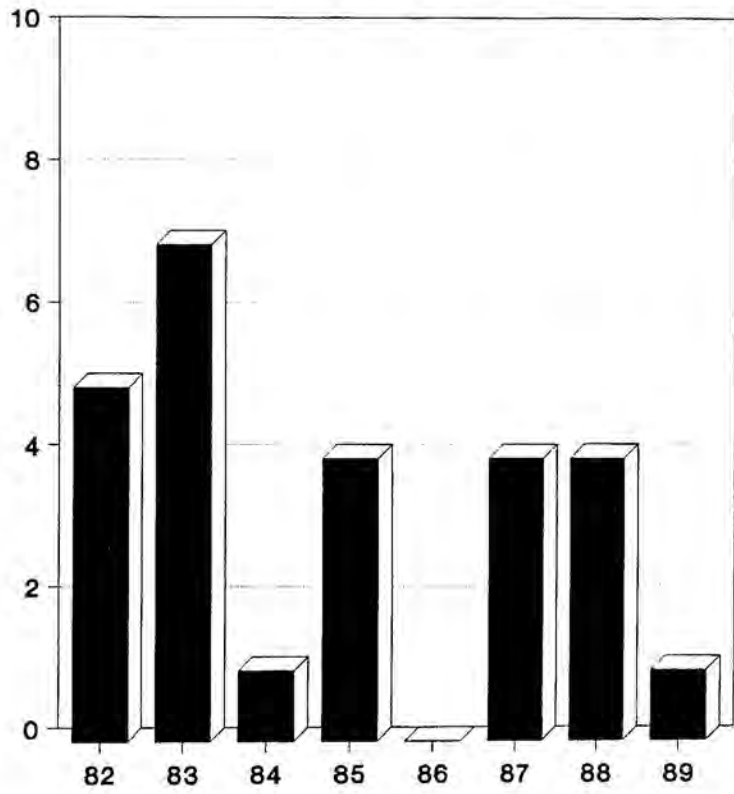
rotación --cambio de poseedores-- del capital de la compañía.

Una versión más restringida --y más adecuada para la operativa bursátil-- es aquella que relaciona el volumen nominal contratado en un período con el capital oficialmente admitido a cotización (K).

$$IVC' = \frac{V}{K} \times 100, \quad \text{siendo } K \leq C$$

Esta variación se ajusta más exactamente a las características del indicador considerado, como coeficiente de rotación en cuanto relaciona el volumen contratado con el volumen realmente contratable en el mercado de valores. El ABC de la Bolsa. Servicio de Estudios Banca Mas Sardá. Ediciones Alba S.A. Barcelona 1984.

NUEVAS SOCIEDADES ADMITIDAS Entradas netas



EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL SEGUNDO MERCADO DE VALORES DE LA BOLSA DE BARCELONA

RAZON SOCIAL	Fecha de inclusión en el Segundo Mercado	Nominal Admitido en millones	1983			
			Volumen de negociación (en miles)		N S	IVC'
			Nominal	Efectivo		
Agri-Energía	14- 9-88	96,-	-	-		-
Aguas de Sabadell, s/B	26- 6-86	753,9	-	-		-
Alzamora Artegráfica	22-12-82	75,-	800,-	710,-	6	1,07
Bonastre	2-12-87	100,-	-	-		-
Casademont	9-12-87	340,-	-	-		-
Cromogenia Units, s/A	-12-82	2,-				
Cromogenia Units, s/B	28-12-83	48,-	55,-	233,75	1	0,11
E. Gustavo Gili, s/ABC	7-12-83	150,-	3.000,-	2.912,50	3	2,-
Embut. y Jamones Noel	9-12-82	240,-	4.500,-	4.234,50	10	1,88
ESFEN	26- 7-89	50,-	-	-		-
Esteban España	9- 5-84	96,-	-	-		-
Ferré Plana	26- 7-89	63,6	-	-		-
Gráf. R.Sopena (5.000)	9-11-83	40,09	150,-	164,-	2	0,37
Gráf. R.Sopena (50.000)	-12-82	22,15	1.250,-	1.375,-	1	5,64
Grasver	21-12-88	85,-	-	-		-
Hijos de Angel Ojeda	17- 4-85	106,-	-	-		-
Hijos de José Bassols	28-12-83	60,4	325,-	325,-	2	0,54
Hilanderías Vera	9-12-82	84,-	1.200,-	1.169,-	13	1,43
H.Castellfullit"HICASA"	18-12-85	108,-	-	-		-
Industrias Textil Tomàs	29-12-87	300,-	-	-		-
Joaquín Albertí	29- 4-87	240,-	-	-		-
Laboratorios Sobrino	9-12-82	450,-	2.750,-	1.650,-	3	0,61
LEFA	10- 8-83	30,-	4.110,-	4.403,50	6	13,7
Major Mecánica	16-11-88	50,-	-	-		-
Montecastro	28-12-83	126,-	340,-	490,96	2	0,27
Novacerámica	26- 6-88	105,-	-	-		-
PEVASA	29-12-82	252,-	865,-	1.271,55	5	0,34
Porcelanosa	30-12-85	560,-	-	-		-
Ramón Ventulá	27-11-85	400,-	-	-		-
Sun Alliance(Ph.Latino)	2- 2-83	336,-				
	21-12-83	100,8	21.707,-	19.691,-	6	4,97

NS: Número de sesiones.

IVC': Índice del volumen de contratación.

Fuente: Memorias de la Bolsa de Barcelona y elaboración propia.

7 valores no cumplen el requisito de cotizar al menos una vez al trimestre.

EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL SEGUNDO MERCADO DE VALORES DE LA BOLSA DE BARCELONA

RAZON SOCIAL	Fecha de inclusión en el Segundo Mercado	Nominal Admitido en millones	1984			
			Volumen de negociación (en miles)		N S	IVC'
			Nominal	Efectivo		
Agri-Energía	14- 9-88	96,-	-	-		-
Aguas de Sabadell, s/B	26- 6-86	753,9	-	-		-
Alzamora Artegráfica	22-12-82	75,-	-	-		-
Bonastre	2-12-87	100,-	-	-		-
Casademont	9-12-87	340,-	-	-		-
Cromogenia Units, s/A	28-12-82	2,-	1,-	4,25	1	0,05
Cromogenia Units, s/B	28-12-83	48,-	235,-	945,75	5	0,49
E. Gustavo Gili, s/ABC	7-12-83	150,-	19.785,-	19.008,40	7	13,19
Embut. y Jamones Noel	9-12-82	240,-	5.250,-	3.018,50	12	2,19
ESFEN	26- 7-89	50,-	-	-		-
Esteban Espuña	9- 5-84	96,-	3.540,-	3.450,-	3	3,69
Ferré Plana	26- 7-89	63,6	-	-		-
Gráf. R.Sopena (5.000)	9-11-83	40,09	300,-	330,-	6	0,75
Gráf. R.Sopena (50.000)	-12-82	22,15	1.250,-	1.400,-	1	5,64
Grasver	21-12-88	85,-	-	-		-
Hijos de Angel Ojeda	17- 4-85	106,-	-	-		-
Hijos de José Bassols	28-12-83	60,4	5.125,-	4.410,-	5	8,49
Hilanderías Vera	9-12-82	84	1.060,-	1.320,60	8	1,26
H.Castellfullit"HICASA"	18-12-85	108,-	-	-		-
Industrias Textil Tomás	29-12-87	300,-	-	-		-
Joaquín Albertí	29- 4-87	240,-	-	-		-
Laboratorios Sobrino	9-12-82	450,-	965,-	539,-	4	0,21
LEFA	10- 8-83	63,-	14.285,-	13.598,45	22	22,67
Major Mecánica	16-11-88	50,-	-	-		-
Montecastro	28-12-83	126,-	-	-		-
Novacerámica	26- 6-88	105,-	-	-		-
PEVASA	9-12-82	252,-	-	-		-
Porcelanosa	30-12-85	560,-	-	-		-
Ramón Ventulá	27-11-85	400,-	-	-		-
Sun Alliance(Ph.Latino)	2- 2-83	336,-	-	-		-
	21-12-83	100,8	20.625,-	17.601,-	9	3,26

NS: Número de sesiones.

IVC': Índice del volumen de contratación.

Fuente: Memorias de la Bolsa de Barcelona y elaboración propia.

3 valores no cotizan en todo el año y otros 3 no cumplen el requisito de cotización trimestral.

EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL SEGUNDO MERCADO DE VALORES DE LA BOLSA DE BARCELONA

RAZON SOCIAL	Fecha de inclusión en el Segundo Mercado	Nominal Admitido en millones	1985			
			Volumen de negociación (en miles)		N S	IVC'
			Nominal	Efectivo		
Agri-Energía	14- 9-88	96,-	-	-		-
Aguas de Sabadell, s/B	26- 6-86	753,9	-	-		-
Alzamora Artegráfica	22-12-82	75,-	1.480,-	1.091,32	9	1,97
Bonastre	2-12-87	100,-	-	-		-
Casademont	9-12-87	340,-	-	-		-
Cromogenia Units, s/A	28-12-82	2,-				
Cromogenia Units, s/B	28-12-83	48,-	455,-	1.729,-	3	0,95
E. Gustavo Gili, s/ABC	7-12-83	150,-	2.140,-	2.159,50	5	1,43
Embut. y Jamones Noel	9-12-82	240,-	2.750,-	1.221,50	10	1,15
ESFEN	26- 7-89	50,-	-	-		-
Esteban España	9- 5-84	96,-	440,-	482,40	4	0,46
Ferré Plana	26- 7-89	63,6	-	-		-
Gráf. R.Sopena (5.000)	9-11-83	40,09	5.595,-	6.555,10	11	13,96
Gráf. R.Sopena (50.000)	-12-82	22,15	18.750,-	20.906,25	15	84,65
Grasver	21-12-88	85,-	-	-		-
Hijos de Angel Ojeda	17- 4-85	106,-	666,50	666,50	9	0,63
Hijos de José Bassols	28-12-83	60,4	4.875,-	4.118,75	5	8,07
Hilanderías Vera	9-12-82	84	1.135,-	1.221,-	7	1,35
H.Castellfullit"VICASA"	18-12-85	108,-	100,-	100,-	1	0,09
Industrias Textil Tomás	29-12-87	300,-	-	-		-
Joaquín Albertí	29- 4-87	240,-	-	-		-
Laboratorios Sobrino	9-12-82	450,-	10.020,-	6.058,50	5	2,23
LEFA	10- 8-83	63,-	18.595,-	17.447,70	17	29,52
Major Mecánica	16-11-88	50,-	-	-		-
Montecastro	28-12-83	332,-	2.810,-	2.162,71	4	0,85
Novacerámica	26- 6-88	105,-	-	-		-
FEVASA	9-12-82	252,-				
Porcelanosa	30-12-85	560,-	20.000,-	20.000,-	1	3,57
Ramón Ventulá	27-11-85	400,-	120,-	120,-	1	0,03
Sun Alliance(Ph.Latino)	2- 2-83	336,-				
	21-12-83	100,8	107.456,-	107.456,-	6	16,96

NS: Número de sesiones.

IVC': Índice del volumen de contratación.

Fuente: Memorias de la Bolsa de Barcelona y elaboración propia.

1 valor no cotiza en todo el año y otros 4 no cumplen el requisito de cotización trimestral.

EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL SEGUNDO MERCADO DE VALORES DE LA BOLSA DE BARCELONA

RAZON SOCIAL	Fecha de inclusión en el Segundo Mercado	Nominal Admitido en millones	1986			
			Volumen de negociación (en miles)		N S	IVC'
			Nominal	Efectivo		
Agri-Energía	14- 9-88	96,-	-	-	-	-
Aguas de Sabadell, s/B	26- 6-86	753,9	13.521,-	6.326,80	5	1,79
Alzamora Artegráfica	22-12-82	75,-	1.050,-	731,75	4	1,4
Bonastre	2-12-87	100,-	-	-	-	-
Casademont	9-12-87	340,-	-	-	-	-
Cromogenia Units, s/A	28-12-82	2,-	25,-	112,50	1	1,25
Cromogenia Units, s/B	28-12-83	48,-	255,-	1.085,25	3	0,53
E. Gustavo Gili, s/ABC	7-12-83	150,-	240,-	242,10	4	0,16
Embut. y Jamones Noel	9-12-82	240,-	5.300,-	2.323,-	10	2,2
ESFEN	26- 7-89	50,-	-	-	-	-
Esteban Espuña	9- 5-84	96,-	1.200,-	1.568,40	4	1,25
Ferré Plana	26- 7-89	63,6	-	-	-	-
Gráf. R.Sopena (5.000)	9-11-83	40,09	1.235,-	1.399,30	11	3,08
Gráf. R.Sopena (50.000)	-12-82	22,15	2.500,-	2.925,25	2	11,29
Grasver	21-12-88	85,-	-	-	-	-
Hijos de Angel Ojeda	17- 4-85	106,-	1.608,-	1.543,16	11	1,52
Hijos de José Bassols	28-12-83	60,4	3.250,-	2.562,-	5	5,38
Hilanderías Vera	9-12-82	84	950,-	570,-	5	1,13
H.Castellfullit"HCASA"	18-12-85	108,-	1.230,-	1.230,-	2	1,14
Industrias Textil Tomás	29-12-87	300,-	-	-	-	-
Joaquín Albertí	29- 4-87	240,-	-	-	-	-
Laboratorios Sobrino	9-12-82	450,-	455,-	264,25	2	0,1
LEFA	10- 8-83	63,-	7.750,-	7.465,75	14	12,3
Major Mecánica	16-11-88	50,-	-	-	-	-
Montecastro	28-12-83	332,-	4.000,-	2.880,-	4	1,2
Novacerámica	26- 6-88	105,-	-	-	-	-
PEVASA	9-12-82	252,-	-	-	-	-
Porcelanosa	30-12-85	560,-	360,-	720,-	3	0,06
Ramón Ventulá	27-11-85	400,-	380,-	380,-	3	0,10
Sun Alliance(Ph.Latino)	2- 2-83	336,-	-	-	-	-
	21-12-83	100,8	1.045,-	1.045,-	4	0,16

NS: Número de sesiones.

IVC': Índice del volumen de contratación.

Fuente: Memorias de la Bolsa de Barcelona y elaboración propia.

1 valor no cotiza en todo el año y otros 7 no cumplen el requisito de cotización trimestral.

EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL SEGUNDO MERCADO DE VALORES DE LA BOLSA DE BARCELONA

RAZON SOCIAL	Fecha de inclusión en el Segundo Mercado	Nominal Admitido en millones	1987			
			Volumen de negociación (en miles)		N S	IVC'
			Nominal	Efectivo		
Agri-Energía	14- 9-88	96,-	-	-		-
Aguas de Sabadell, s/B	26- 6-86	753,9	9.078,-	4.005,45	6	1,2
Alzamora Artegráfica	22-12-82	75,-	3.500,-	2.253,-	9	4,66
Bonastre	2-12-87	100,-	3.860,-	4.032,35	2	3,86
Casademont	9-12-87	340,-	67.070,-	67.070,-	2	19,73
Cromogenia Units, s/A	28-12-82	2,-	153,-	753,75	2	7,6
Cromogenia Units, s/B	28-12-83	48,-	2.415,-	11.894,25	3	5,03
E. Gustavo Gili, s/ABC	7-12-83	150,-	33.855,-	35.156,17	5	22,57
Embut. y Jamones Noel	9-12-82	240,-	1.950,-	1.103,-	10	0,81
ESFEN	26- 7-89	50,-	-	-		-
Esteban España	9- 5-84	96,-	600,-	886,-	10	0,63
Ferré Plana	26- 7-89	63,6	-	-		-
Gráf. R.Sopena (5.000)	9-11-83	40,09	1.110,-	1.288,40	11	2,77
Gráf. R.Sopena (50.000)	-12-82	22,15				
Grasver	21-12-88	85,-	-	-		-
Hijos de Angel Ojeda	17- 4-85	106,-	11.357,5	9.072,97	7	10,71
Hijos de José Bassols	28-12-83	60,4	77.500,-	59.450,-	8	128,31
Hilanderías Vera	9-12-82	84	1.805,-	1.062,-	9	2,15
H.Castellfullit" HICASA"	18-12-85	108,-	1.955,-	1.955,-	4	1,81
Industrias Textil Tomás	29-12-87	300,-	500,-	300,-	1	0,16
Joaquín Albertí	29- 4-87	240,-	14.000,-	13.600,-	4	58,3
Laboratorios Sobrino	9-12-82	450,-	*	*		
LEFA	10- 8-83	63,-	4.565,-	4.408,75	11	7,25
Major Mecánica	16-11-88	50,-	-	-		-
Montecastro	28-12-83	420,-	7.160,-	4.659,2	4	1,7
Novacerámica	26- 6-88	105,-	-	-		-
PEVASA	9-12-82	252,-				
Porcelanosa	30-12-85	560,-	327.260,-	654.520,-	5	58,44
Ramón Ventulá	27-11-85	400,-	400,-	400,-	4	0,1
Sun Alliance(Ph.Latino)	2- 2-83	336,-				
	21-12-83	100,8	53.517,-	53.898,3	5	8,45

NS: Número de sesiones.

IVC': Índice del volumen de contratación.

(*) : Sociedad excluida.

Fuente: Memorias de la Bolsa de Barcelona y elaboración propia.

1 valor no cotiza en todo el año y otros 5 no cumplen el requisito de cotización trimestral.

EMPRESAS QUE COTIZAN EN EL SEGUNDO MERCADO DE VALORES DE LA BOLSA DE BARCELONA

RAZON SOCIAL	Fecha de inclusión en el Segundo Mercado	Nominal Admitido en millones	1988			
			Volumen de negociación (en miles)		N S	IVC'
			Nominal	Efectivo		
Agri-Energía	14- 9-88	96,-	96.090,-	96.090,-	5	100,1
Aguas de Sabadell, s/B	26- 6-86	753,9	9.579,-	3.874,50	4	1,27
Alzamora Artegráfica	22-12-82	75,-	4.800,-	2.762,-	7	6,4
Bonastre	2-12-87	100,-	14.000,-	14.689,-	3	14,-
Casademont	9-12-87	340,-	840,-	840,-	10	0,25
Cromogenia Units, s/A	28-12-82	2,-				
Cromogenia Units, s/B	28-12-83	48,-	785,-	4.226,-	4	1,64
E. Gustavo Gili, s/ABC	7-12-83	150,-	190,-	190,29	3	0,13
Embut. y Jamones Noel	9-12-82	240,-	2.300,-	1.384,-	8	0,96
ESFEN	26- 7-89	50,-	-	-		-
Esteban Espuña	9- 5-84	96,-	1.100,-	1.512,-	11	1,15
Ferré Plana	26- 7-89	63,6	-	-		-
Gráf. R.Sopena (5.000)	9-11-83	40,09	120,-	153,-	4	0,3
Gráf. R.Sopena (50.000)	-12-82	22,15	8.450,-	10.413,-	10	38,15
Grasver	21-12-88	85,-	33.165,-	41.456,25	5	39,02
Hijos de Angel Ojeda	17- 4-85	106,-	2.525,5	2.480,19	3	2,38
Hijos de José Bassols	28-12-83	60,4	16.750,-	11.760,-	5	27,73
Hilanderías Vera	9-12-82	84	3.530,-	1.765,-	11	4,20
H.Castellfullit**HICASA**	18-12-85	108,-	4.050,-	4.050,-	4	3,75
Industrias Textil Tomás	29-12-87	300,-	219.910,-	132.589,14	49	73,3
Joaquín Albertí	29- 4-87	240,-	7.500,-	7.500,-	9	3,13
Laboratorios Sobrino	9-12-82	450,-	*	*		
LEFA	10- 8-83	63,-	7.120,-	6.905,4	9	11,3
Major Mecánica	16-11-88	50,-	42.144,-	42.993,75	25	84,29
Montecastro	28-12-83	420,-	5.000,-	2.600,-	4	1,19
Novacerámica	26- 6-88	105,-	133.200,-	134.565,3	41	126,86
PEVASA	9-12-82	252,-				
Porcelanosa	30-12-85	560,-	35.840,-	71.680,-	1	6,4
Ramón Ventulá	27-11-85	400,-	800,-	800,-	4	0,2
Sun Alliance(Ph.Latino)	2- 2-83	336,-				
	21-12-83	100,8	6.526,-	9.458,-	5	1,03

NS: Número de sesiones.

IVC': Índice del volumen de contratación.

(*): Sociedad excluida.

Fuente: Memorias de la Bolsa de Barcelona y elaboración propia.

1 valor no cotiza en todo el año y otros 4 no cumplen el requisito de cotización trimestral.

En los cuadros anteriores se detalla de manera histórica la evolución de los títulos cotizados en el Segundo Mercado de Valores de la Bolsa de Barcelona.

Habitualmente, desde el punto de vista práctico, el inversor se inclina primordialmente por aquellos valores que mayor posibilidad de colocación tengan en el mercado, en el período que realiza la operación. La preferencia por la liquidez es fundamental a la hora de establecer unos niveles determinados de jerarquía entre una serie de valores mobiliarios.

Los indicadores que nos ayudan a esa toma de decisiones en base a la liquidez son principalmente dos:

- El índice de frecuencia, definido como la relación existente entre el número de sesiones en que un título es objeto de cotización en un espacio temporal determinado y el número de sesiones hábiles en ese período.
- El índice de volumen de contratación que relaciona porcentualmente el volumen nominal contratado en Bolsa y el capital admitido a cotización de la compañía (que acostumbra a coincidir con el capital social).

Con los datos disponibles en las memorias de la Bolsa de Barcelona, hemos confeccionado un conjunto de informaciones que nos permitieran comprobar al menos uno de estos ratios, que ha sido el Índice de volumen de contratación.

A la vista de los datos, se observa que la gran mayoría de títulos tienen una rotación muy reducida, aunque existen algunos que muestran una gran actividad en el

mercado. No obstante la tendencia a incrementar el número de sesiones de cotización por título es creciente; en 1983 la media de sesiones por valor al año se situaba en 4,62, en los años siguientes este promedio ha conseguido aumentar hasta superar el 6 y en el último año conocido la media ha superado las 9 sesiones.

Aún así, de tal evolución se desprende que se trata de un mercado poco eficiente y que parece no cumplir suficientemente la tarea que le fue encomendada.

Referente al aspecto de vigilancia y control queda patente un excesivo grado de flexibilidad en el cumplimiento de los requisitos mínimos exigidos (al menos en lo que a cotización se refiere).

En los gráficos A y B se pueden observar los índices más elevados y los más bajos alcanzados a lo largo de su, hasta ahora, corta vida.

INDICADORES DE VOLUMEN DE CONTRATACION / Máximos

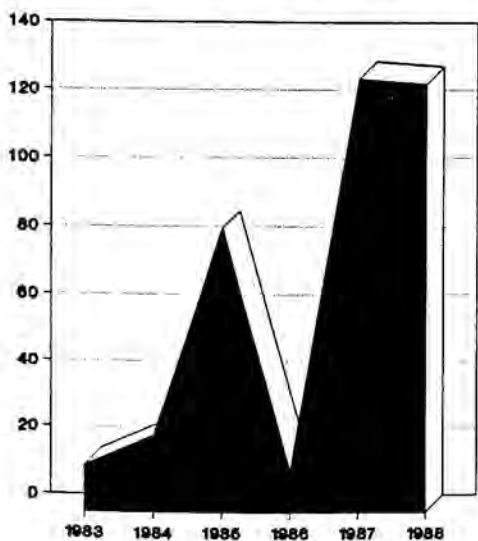


Gráfico A

INDICADORES DE VOLUMEN DE CONTRATACION / Mínimos

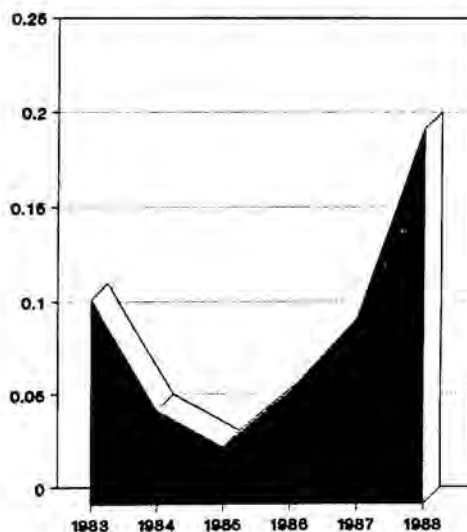


Gráfico B

2.4.4 - EL SEGUNDO MERCADO DE VALORES OFICIAL

Orígenes y características generales

En 1986 se reguló en España, a imitación de otros países, el "Segundo Mercado de las Bolsas de Comercio", que no debe confundirse con el mercado secundario de títulos acciones y obligaciones puestos en circulación anteriormente.

Este mercado tiene por objeto la contratación, con las necesarias garantías jurídicas y económicas, en régimen abierto con proclamación de precios, de títulos acciones y obligaciones de sociedades que no pueden cumplir los requisitos que se exigen para cotizar oficialmente en las Bolsas de Comercio, es decir, en el primer mercado.

Cuando en 1985 se empieza a hacer viable la creación de un mercado paralelo de acciones en el que coticen sociedades de reciente creación o que por alguna razón no están en condiciones de acceder directamente al primer mercado bursátil, se empieza a utilizar la expresión "necesidad apremiante"¹²⁹ y casi se saca la conclusión de que la carencia de un mercado de estas características en nuestro país estaba frenando el desarrollo de la

¹²⁹Jaime S. Julián. "Segundo Mercado: crónica de una muerte anunciada". Mercados Financieros. El nuevo Lunes, 2 al 8 de Mayo de 1988.

iniciativa empresarial. Su gestación y ulterior nacimiento siguieron los cauces que se detallan a continuación.

El Real Decreto Ley 1/1986 de 14 de marzo sobre medidas urgentes administrativas, financieras, fiscales y laborales, en su Art. 21¹³⁰ menciona los activos cotizados en el Segundo Mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio, adelantándose a su creación. Ésta¹³¹, se efectuó más tarde, por el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril (B.O.E. de 15 de abril de 1986). En la exposición de motivos del Real decreto se establecían claramente las causas de su creación¹³² y sus objetivos. A modo de resumen se dice que se lleva a cabo en el marco de los objetivos generales de la reforma del sistema financiero empresarial. Asimismo, considera que la integración del mercado español en el europeo, hace especialmente oportuna¹³³ la medida de "ampliar la posibilidad de acceso a los mercados de capitales para aquellas pequeñas y medianas empresas que, por su dinamismo e iniciativa, necesiten la captación de recursos a medio y largo plazo".

¹³⁰Los títulos y participaciones cotizados en el Segundo Mercado de las Bolsas Oficiales de Comercio, cuando estos se constituyan, serán aptos, según su naturaleza, para dar derecho a los beneficios fiscales atribuidos a los valores con cotización en Bolsa y servirán como activos para el cumplimiento de las obligaciones de inversión obligatoria de los intermediarios financieros, en las condiciones establecidas en la normativa específica.

¹³¹Juan Sánchez Guilarte. "En torno a la implantación de los segundos mercados de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, no. 23. Octubre-Enero 1986.

¹³²Luis Ma. Plaza Villasana. "El segundo mercado bursátil". ICE no. 642, febrero 1987.

¹³³Fernando Mier Méndez. "Los segundos mercados bursátiles en España". Revista de la Economía Social, Año II, no. 4.

Posteriormente, aparece la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de setiembre de 1986 que desarrolla el decreto anterior¹³⁴.

Criterios básicos en la regulación del Segundo Mercado Oficial¹³⁵

a) A nivel de información. Las empresas que deseen entrar a cotizar sus valores en el Segundo Mercado Oficial deberán:

- Remitir a la Bolsa: el Balance, la Cuenta de Resultados y Memoria debidamente auditados (posteriormente entregarán tal información con carácter anual).
- Comunicar los dividendos activos y pasivos satisfechos, y las ampliaciones y reducciones.
- Facilitar semestralmente información de la situación financiera, ampliaciones y nuevas emisiones, inversiones, ventas, etc., para su publicación por la Bolsa.

b) A nivel de contratación. Se utiliza el sistema de "Caja", en pesetas.

¹³⁴Juan E. Iranzo. "Presente y futuro de las Bolsas españolas". Papeles de Economía Española no. 36, 1988.

¹³⁵Análisis e Información . Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, S.A.

- c) A nivel de capital mínimo requerido. El capital social desembolsado y las reservas efectivas no deben ser inferiores a 25 millones de pesetas. Las emisiones de obligaciones convertibles en acciones y de obligaciones hipotecarias deberán alcanzar un importe mínimo de de 25 millones, además de cotizar en el Segundo Mercado las acciones de la sociedad.

- d) A nivel de difusión. Al menos, el 20% de los títulos representativos del capital deben ponerse a disposición de una sociedad de contrapartida.

- e) Antigüedad de la sociedad. No existe antigüedad mínima exigida para dejar la puerta abierta a las sociedades de reciente creación con proyectos viables que necesitarán fondos para financiarlos.

Admisión de sociedades

1 - Documentos a presentar por la sociedad interesada.

- Auditoría del balance y cuentas de resultados del último ejercicio cerrado.

- Para empresas de reciente creación: auditoría externa del balance inicial, con compromiso de presentar auditoría completa en el plazo de un año, a partir de su admisión; folleto explicativo.

2 - Agente asesor. En la solicitud de admisión a este mercado, la sociedad interesada designará a un intermediario autorizado, que desempeñará la función de asesor.

- 3 - **Gastos del expediente.** Los derechos de arancel de las operaciones realizadas sobre estos títulos se reducen en un 50%.

Valores negociables

Pueden ser negociados en este mercado los siguientes títulos:

- Las acciones de sociedades españolas inscritas en el mismo;
- Las obligaciones hipotecarias convertibles, siempre que las acciones de las sociedades que han emitido los mencionados títulos de renta fija, coticen previamente.

Condiciones de cotización

La contratación de los títulos, requiere de la actuación, en su caso, de la sociedad de contrapartida que fijará los precios de compra y venta con una diferencia máxima del 10% entre ambos (un 3% si se trata de obligaciones convertibles o hipotecarias).

Estas sociedades de contrapartida están obligadas atender, a los precios de intervención, hasta el 2% del número de títulos admitidos a cotización en este mercado, y si este porcentaje se superase, procederán al prorrateo.

Incumplimientos. Si no se cumplen adecuadamente las obligaciones de información; existen acontecimientos eventuales o noticias de fuente fidedigna cuyas consecuencias

puedan afectar a la estimación del valor de un título, se podrá proceder a la suspensión de la cotización.

Publicación de las cotizaciones

Las cotizaciones de los valores del Segundo mercado Oficial se incluirán en el Boletín de la Bolsa, expresadas en pesetas.

Tratamiento fiscal

Lo que se ha mencionado al tratar el Segundo mercado de la Bolsa de Valores de Barcelona.

Ventajas del Segundo Mercado Oficial

Se concretan en la suavización de las condiciones para ser admitida una sociedad a cotización. Así las empresas pequeñas y medianas pueden beneficiarse de las ventajas que reporta el cotizar en un mercado de valores, puesto que ofrece las siguientes posibilidades:

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

- Estimula la incorporación al mercado de nuevas iniciativas empresariales, como pueden ser las empresas que diseñan las salidas al mercado.
- Ofrece mayores posibilidades de inversión y de elección del nivel de riesgo asumible en cada operación, y la posibilidad de incorporarse como accionista a proyectos especiales.
- Apertura institucional a nuevos segmentos del empresariado, con lo que sociedades familiares tradicionales pueden ser conducidas a nuevos sistemas de gestión y financiación.
- Al existir un precio oficial de cotización, las plusvalías podrán estar más atemperadas de lo que resulta del valor técnico, sobre todo en las empresas con escasos beneficios, pudiéndose llegar a reconocer minusvalías en función de la ley de la oferta y la demanda, con independencia de lo que pongan de manifiesto los estados contables.
- Permite una financiación más adecuada de las empresas a través del capital, lo que da opción a reducir la dependencia del crédito bancario y, por tanto, a incrementar la solvencia.
- Puede permitir la mejora de la imagen de la empresa, incluso aumentar la motivación de los trabajadores y las perspectivas de crecimiento.
- Brinda la posibilidad de salida de los socios sin grandes perjuicios para la eficacia de la empresa.

En definitiva, aunque el desarrollo del Segundo Mercado Oficial esté siendo lento --Tras un período inicial, sólo se ha organizado el Segundo Mercado Oficial en la Bolsa de Madrid y su resonancia ha sido muy escasa. Hasta hoy en este único "segundo mercado oficial" sólo cotizan 5 valores--, su creación debe considerarse como un factor enormemente positivo, aún a tenor del escaso éxito registrado.

Las posibles causas del mismo se podrían concretar en los siguientes puntos:

- **Insuficiente desarrollo del fenómeno capital riesgo**, con escasas sociedades dedicadas a él y con una legislación poco adecuada.
- **La poca disposición de las empresas a acudir a Bolsa**, a causa de una valoración negativa de su posible pérdida de control de la sociedad, puesto que para poder controlar una PYME normalmente se requeriría una proporción de capital superior al 50 por 100.
- **La falta de liquidez** de este mercado que retrae tanto a inversión institucional como al inversor privado.
- **Temor de algunas empresas a las normas vigentes en el mercado**, especialmente en lo referente a la **transparencia informativa**, ya que algunas empresas tienen unos sistemas de contabilidad y de gestión muy particulares, que se prestan poco a este requerimiento.

- El recurso de las empresas medias y pequeñas al mercado de capitales no les resuelve muchos problemas de financiación.
- El mercado secundario está muy contratado por las propias empresas, con las limitaciones que ello impone a su implantación entre pequeños ahorradores que acuden al mercado. Además, el inversor medio está acostumbrado a invertir en sociedades cuyo nombre le sea familiar, en lugar de en negocios concretos sujetos a un riesgo indeterminado.
- Es un mercado cuya implantación es un proceso que requiere tiempo. Así ha ocurrido en muchos de los países en que se ha establecido, especialmente en los europeos.

Sin embargo, hay que considerar su creación como un gran acierto, dentro del proceso de modernización de los mercados de capitales y, en general, del sistema financiero español.

Evolución histórica de la entrada de sociedades a cotizar

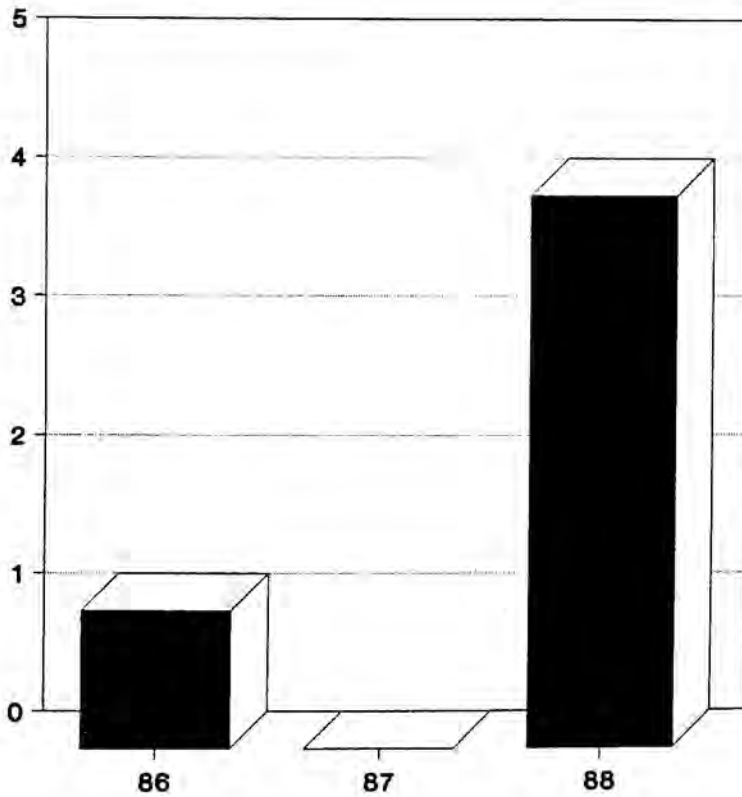
En los cuadros siguientes describimos:

- 1o) la evolución del Segundo Mercado Oficial de la Bolsa de Madrid desde su creación;
- 2o) detalle de la fecha de inclusión de las sociedades, capital admitido a cotización, volumen efectivo negociado y número de sesiones (alguno de ellos parcialmente).

AÑO	Inicio	Fin	Entradas netas
1986	1	1	1
1987	1	1	0
1988	1	5	4

Fuente: Memorias de la Bolsa de Madrid

NUEVAS SOCIEDADES ADMITIDAS Entradas netas



2.4.5 - COMPARACION ENTRE LA BOLSA DE VALORES Y LOS SEGUN-
DOS MERCADOS

A continuación se describen las principales características de las Bolsas de Valores y de los Segundos Mercados --el de la Bolsa de Barcelona y el Segundo Mercado Oficial de la Bolsa de Madrid.

Como se puede observar los tres mercados están muy regulados, especialmente los oficiales y las diferencias entre ellos no son excesivamente grandes.

Concepto	1er. Mercado	2o. Mercado Oficial	2o. Mercado Barcelona
Tipo de sociedad	Anónima. Cualquier actividad. Al menos 2 años existencia.	Anónima. Cualquier actividad. Incluso de reciente creación.	Anónima. Cualquier actividad. Incluso de reciente creación.
Títulos cotizados	Todo tipo de activos mobiliarios.	Acciones y Obligaciones hipotecarias y convertibles siempre que coticen previamente.	Acciones y Obligaciones hipotecarias y convertibles siempre que coticen previamente.
Capital mínimo admitido	Acciones: 200 millones ptas. Obligaciones: 100 millones.	Acciones: 25 millones ptas. Obligaciones: 25 millones.	Acciones: 50 millones ptas. Obligaciones: 25 millones.
Número de accionistas y obligacionistas	Al menos 100, con participación individual inferior al 25% del capital de emisión.	No hay exigencia de límite mínimo.	Mínimo de 20.
Beneficios	En los 2 últimos ejercicios o en 3 no consecutivos en un período de 5 años, para poder repartir un dividendo del 6% del capital después de dotar impuestos y reservas.	No exigibles. Incluso en pérdidas.	No exigibles.
Sociedad de contrapartida	Sólo en renta fija para cotización calificada o cuando en acciones u obligaciones no se den los mínimos de difusión.	Obligatoriedad de suscribir un contrato con una sociedad de contrapartida cuyo capital ha de ser al menos el 10% del capital admitido de la sociedad a la que se haga la contrapartida.	No exigible.

Concepto	1er. Mercado	2o. Mercado Oficial	2o. Mercado Barcelona
Documentos a aportar para la admisión	Los recogidos en los artículos 26 y 27 del RBC; auditoría externa completa del último ejercicio; folleto explicativo. Según modelo oficial.	Los recogidos en los artículos 26 y 27 del RBC; auditoría externa del balance inicial, con compromiso de presentar auditoría completa en el plazo de un año, a partir de su inclusión para empresas de reciente creación; folleto explicativo. Según modelo oficial.	Justificativos de la personalidad del solicitante; certificación del acuerdo de la Junta General de la Sociedad de solicitar admisión sujeta a normas; escrituras inscritas en Registro Mercantil (RM); Renta fija: escritura de emisión en RM. Títulos hipotecarios en Registro de la Propiedad; certificados que garanticen no restricciones y la puesta en circulación de los títulos; 1 título; memorias y documentación contable verificada por Titulado Superior; folleto explicativo.
Contratación	De viva voz; en porcentaje del valor nominal. Limitación del 5% sobre la cotización de la sesión anterior por mercado continuo en pesetas.	De viva voz; en ptas. La Sociedad de contrapartida tendrá la obligación semanal de fijar un precio de compra y otro de venta con una diferencia máxima de 10%, para las acciones. Para las obligaciones la diferencia será del 3%. No existe límite.	De viva voz; en ptas. El valor incluido a cotización deberá hacerlo al menos una sesión al trimestre. La contratación se realizará un día a la semana, tras el mercado de cotización oficial.
Publicidad de las operaciones	Cotizaciones en panel; cotizaciones y negociación en BCO.	Precios fijados, número de títulos contratados y precios de compra y venta fijados por la contrapartida en panel diferenciando todos los datos anteriores en apartado especial del BCO.	Ídem 1er. mercado.

Concepto	1er. Mercado	2o. Mercado Oficial	2o. Mercado Barcelona
Clases de operaciones	Contado; crédito (antes) sólo para determinados valores.	Contado.	Contado.
Deberes de información	<p>Annual: memoria, balance, cuenta de pérdidas y ganancias y aplicación de resultados todos ellos auditados.</p> <p>Trimestral: operaciones financieras, balance y cuenta de pérdidas y ganancias; inversiones; ingresos y costes. Comunicación de hechos relevantes; folletos informativos con ocasión de operaciones financieras.</p>	<p>Annual: igual que 1er. mercado.</p> <p>Semestral: igual que la información trimestral del 1er. mercado. Comunicación hechos relevantes; folletos informativos con ocasión de operaciones financieras.</p>	<p>Annual: memoria, balance, cuenta de pérdidas y ganancias y aplicación de resultados. Comunicación hechos relevantes.</p>
Ventajas de la cotización para la empresa	<p>Acceso al mercado de capitales; mejora de su situación, prestigio e imagen; amplía sus posibilidades de desarrollo; transparencia; valoración de los títulos a precio de mercado (clave en impuestos de patrimonio, renta y transmisiones).</p>	Igual que para el 1er. mercado.	Igual que para el 1er. mercado.
Ventajas de la cotización para el accionista	Liquidez a su inversión.	Igual que para el 1er. mercado.	Liquidez, pero menor que en los otros mercados ya que, en este, no existe obligatoriamente contrepartida.

Concepto	1er. Mercado	2o. Mercado Oficial	2o. Mercado Barcelona
Suspensión de la cotización	Incumplimiento de obligaciones de información; falta de liquidez y frecuencia en la cotización; falta de circunstancias de difusión; acontecimientos eventuales o noticias fidedignas que puedan afectar a la estimación del valor de un título.	Incumplimiento de obligaciones de información; acontecimientos o noticias (igual que el 1er. mercado).	La Junta Sindical adoptará los acuerdos de suspensión o exclusión que se estimen procedentes por el incumplimiento puesto de manifiesto.
Derechos de arancel	Los establecidos en la Orden de 26 de setiembre de 1985(*)	Quedan reducidos en un 50% los derechos de admisión y liquidación.	Idem 2o. mercado oficial.
Mobilidad entre mercados	No posibilidad de pasar a los <u>se</u> gundos Mercados Oficiales.	Posibilidad de pasar al 1er. <u>mer</u> cado.	Posibilidad de pasar a los dos anteriores.

(*) Hasta 31 de diciembre de 1986.
Cuadro no. 4

Cuadros nos. 1 al 4, elaboración propia a partir de:

- Justo Sotelo Navaipotro. "Análisis del Capital-Riesgo como una solución ante la crisis económica en España". Situación 1987/4 (pags. 36 Y 37).
- Informe presentado por la Bolsa de Barcelona en la Asamblea de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. Sao Paulo. Noviembre 1982.

2.4.6 - REFLEXION ACERCA DEL EFECTO DE LA REFORMA DEL MERCADO DE VALORES SOBRE LA PLAZA FINANCIERA DE BARCELONA

Durante los últimos años se ha asistido a un cambio en el peso específico de dos grandes áreas financieras de nuestro país.

Informes objetivos demuestran que la Bolsa de Barcelona ha perdido alarmantemente cuota de mercado, sobre todo si partimos del momento en que Barcelona podía considerarse como la primera plaza financiera del país. Las causas según el estudio desarrollado por F. X. Ruiz y J. Pera¹³⁶ son: de una parte, el hecho de que los Agentes de Cambio y Bolsa hayan tenido acceso a la Bolsa de Madrid mediante concurso oposición entre ellos, conservando la excedencia de la bolsa de origen, ha dado lugar que en muchas ocasiones las bolsas periféricas, entre ellas la de Barcelona, pudieran considerarse "de paso"¹³⁷; de otra, la escasa presencia en Catalunya, comparándola con la comunidad de Madrid, de entidades financieras importantes. Este hecho debe tenerse en cuenta por el importante papel que tienen estas instituciones en la canalización de órdenes

¹³⁶Francesc Xavier Ruiz del Portal - Jaume Pera i Lloveras. "El futur de Barcelona com a plaça borsària". Nota d'Economia no. 35, juliol 1989. Generalitat de Catalunya. Departament d'Economia i Finances.

¹³⁷Los agentes, al trasladarse a la bolsa de la capital se han llevado con ellos las carteras de clientes (la mayoría) y con esto se ha contribuido a la pérdida de peso financiero de las bolsas regionales en favor de la dela capital.

al mercado bursátil, además de observar la tendencia que tienen muchas de ellas de canalizar todas sus operaciones a un sólo mercado.

Además de todo lo mencionado, las reformas que ha introducido la Ley del Mercado de Valores, que se detallan a continuación, también ha coadyuvado en la variación del potencial financiero de la Bolsa de Barcelona.

Características generales de la nueva Ley

La nueva Ley trata de la sustitución del sistema tradicional por un sistema de interconexión bursátil (SIB). Éste se configura de la siguiente forma:

- Es de **ámbito estatal**.

- **Se integra en una red informática** (Computer Assisted Trading System -CATS- de la Bolsa de Toronto) que irá sustituyendo paulatinamente la contratación a viva voz por contratación informatizada.

- **Negociará únicamente aquellos títulos que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)**. No serán las bolsas quienes decidan que títulos pueden cotizar, como sucedía antes.

- En el caso de que la CNMV lo decida, la **contratación de un valor a través del SIB podrá catalogarse como exclusiva** y significará que el mencionado valor ya no podrá cotizarse en las bolsas donde tradicionalmente lo hacía (como parece deducirse se trata de una sustitución de las actuales bolsas por el SIB). Por lo que se refiere a la liquidación, la Ley establece que

el Servicio de Compensación y liquidación (SCL) gestionará, en exclusiva la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las bolsas de valores. El sistema que se venía utilizando era que cada bolsa se ocupara de liquidar sus operaciones. Una fórmula de compromiso entre ambos sistemas consistiría en que el SCL se organizase de forma descentralizada.

- La gestión del SIB se llevará a cabo por una Sociedad de Bolsas, cuyo capital será aportado en partes iguales por las Sociedades gestoras de las Bolsas.
- La intermediación se realiza por Sociedades o Agencias de Valores, según puedan operar por cuenta propia o no. Ha desaparecido, como tal, la figura polivalente del Agente de Cambio.
- La Ley instaura un sistema de libertad de comisiones que debe entrar en funcionamiento el año 1992. Todos los indicios apuntan que los grandes beneficiados de este nuevo sistema serán los inversores institucionales y aquellos de potencial económico relevante ya que podrán gozar de descuentos por volumen. En consecuencia el pequeño inversor puede salir perjudicado.

Puntos de la Ley que mayor repercusión pueden tener en los mercados regionales:

Con una óptica esencialmente negativa, muchos opinan que el sistema de interconexión y liquidación perjudica el desarrollo futuro de las bolsas periféricas. Los argumentos mayoritariamente esgrimidos son que la liquidación en

exclusiva a través del SIB y del SCL representa una centralización mayor del sistema bursátil en la plaza financiera de Madrid y podría suceder que las restantes plazas perdieran toda su influencia en el mercado financiero y sus bolsas se convirtieran en meras bolsas regionales.

No obstante la Ley permite abrir libremente oficinas de intermediarios en cualquier parte del país, así deberíamos pensar que los motivos que inciten a un intermediario a canalizar su flujo inversor a través de una u otra bolsa estará en función de las ventajas que le aporte cada una.

Si efectivamente con la reforma del mercado de valores, Barcelona ha perdido influencia como plaza financiera, nada nos impide recuperarla buscando otras vías de desarrollo; organizando nuevos mercados -como el Mercado de Futuros- o potenciando mercados adormecidos como el Segundo Mercado de Valores de la Bolsa de Barcelona. Catalunya dispone de suficiente unidades productivas, recursos, para que tal cometido pueda realizarse, no sólo pensando en la brillantez que una gran expansión traería a nuestros mercados sinó, y eso es, a nuestro criterio más importante, en las grandes posibilidades de inversión para nuestras empresas; tal como se ha presentado en las ventajas que ofrecen los "segundos mercados".

SEGUNDA PARTE

3- EL SEGUNDO MERCADO
DE VALORES:

Panorama actual y perspecti-
vas de desarrollo futuro

3.1 - INTRODUCCION

El objetivo de esta última parte del estudio es averiguar la situación potencial empresa/mercado de valores con el fin de establecer, si es posible, normas de comportamiento y evolución del mercado de valores catalán a medio plazo, con especial énfasis en lo que se refiere al segundo Mercado de Valores de la Bolsa de Barcelona.

3.2 - HIPOTESIS

Hemos detectado que los "segundos mercados " de valores en España no han alcanzado un grado de desarrollo parecido al conseguido por otros mercados similares instalados en otros países; en nuestra opinión ello es debido a los siguientes factores:

- I - Insuficiente campaña informativa de carácter institucional.
- II - Temor a la transparencia/control fiscal de las empresas que potencialmente podrían cotizar.
- III- Temor a las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA's).
- IV - Desconocimiento de los sujetos económicos, especialmente las empresas, de los mecanismos de financiación que dimanen de los mercados de valores.

No obstante, el estudio empírico cuyo objetivo es constatar los defectos mencionados, se realiza en base a un amplio cuestionario con el fin de descubrir otras posibles causas que han podido actuar negativamente en la evolución de este tipo de mercados.

3.3 - MATERIAL Y METODOLOGIA

3.3.1 - MATERIAL UTILIZADO

Al objeto de contrastar las hipótesis expuestas se ha procedido a realizar un estudio empírico. Para el mismo se ha creído conveniente realizar una encuesta dirigida a una muestra de empresas ubicadas en Catalunya (anexo no. 2).

La tarea más compleja, en principio, ha sido seleccionar los sujetos económicos a los que deberían dirigirse las preguntas necesarias para nuestro análisis. La causa de tal complejidad en la búsqueda de los tales personas la hemos encontrado en la falta de información. Generalmente, las sociedades se resisten a dar publicidad de asuntos relativos a su estructura interna: estados contables, grado de concentración de sus acciones, número de trabajadores que emplean, recursos ajenos o propios que manejan, porcentaje de beneficios que reparten, ect., es decir, prácticamente, de todo (si no están obligadas a hacerlo). Por tanto, hemos tenido que recurrir a fuentes de información, que si bien admitimos la posibilidad de que pueda existir en ellas cierto sesgo, no dejan de ser, a priori, informaciones objetivas en las que sustentar nuestro estudio.

Para seleccionar el universo al que dirigir la encuesta, se han utilizado dos fuentes:

- 1a. La publicación "Fomento de la Producción"¹³⁸; al menos, el hecho de que determinadas sociedades se hayan brindado a dar cierta información, aunque muy reducida, a una publicación de carácter económico anima a pensar que su grado de temor a la transparencia informativa puede ser menor que el de aquellas otras empresas que sistemáticamente se resisten a facilitar cualquier información. Tal publicación recoge, a criterio del editor, las 2.500 empresas más importantes instaladas en el territorio español. En este gran abanico aparecen empresas (las menos) con niveles de ingresos del orden de 600 mil millones de pesetas y otras cuyo tope está en los dos mil; también ateniéndonos al número de empleados, alguna supera los 63.000 mientras otras tienen menos de 10. Para aprovechar de la manera más adecuada la información del conjunto de empresas que aparecen reseñadas en dicho boletín se han tomado todas aquellas compañías instaladas en Catalunya que, en el presente, no cotizan en el mercado de valores, sea en la Bolsa, sea en el Segundo Mercado, y cuyo número es 532.
- 2a. Todas las empresas que cotizaban en 1989 en el Segundo Mercado de Valores de la Bolsa de Barcelona. En número contabilizaban 25, sin embargo no hemos podido enviar los 25 cuestionarios porque ha resultado imposible descubrir la dirección correcta de dos de estas sociedades; en consecuencia no se ha podido efectuar la consulta pertinente, quedando reducido este sub-universo a 23.

¹³⁸"Fomento de la Producción". Barcelona. Setiembre 1988. Esta publicación recopila las 2.500 empresas más importantes situadas en el territorio español.

El motivo de circunscribir la muestra, principalmente, a sociedades con sede o factorías en Catalunya se debe a que nos ha parecido que este ámbito territorial proporciona una muestra suficientemente importante y extrapolable a otras áreas geográficas del territorio nacional y también porque la proximidad al centro financiero objeto de estudio haría tal vez más asequible la captura de información. Así, el subgrupo de empresas que no cotizan en mercados de valores tienen alguna o todas sus instalaciones en la comunidad catalana, mientras que las que ya están cotizando en el Segundo Mercado de Valores de la Bolsa de Barcelona, aunque el mayor número de ellas tienen sede en Catalunya, también están presentes en el mismo, sociedades del País Vasco, y de las Comunidades Valenciana y Canaria.

3.3.2 - TRATAMIENTO DE LA INFORMACION

Para elaborar el estudio se han utilizado los siguientes sistemas de tratamiento de la información, implementados en un ordenador personal:

- Los datos recogidos a partir de los cuestionarios han sido grabados en una Base de Datos (DBASE3+).
- El tratamiento estadístico de la información ha sido realizado mediante la aplicación SPSS/PC+.

En síntesis, los procedimientos utilizados han sido:

- . De definición de variables.
- . De modificación de variables (conversión de datos cuantitativos en categorías, etc...).
- . Indices estadísticos descriptivos (Tabulación, cálculo de medias y otros).
- . Tablas de contingencia (prueba de independencia entre dos variables cualitativas).
- . Análisis de la variancia (prueba de independencia entre una variable cualitativa y otra cuantitativa).
- . Análisis factorial.

Se presentan como anexo los procedimientos SPSS que se han confeccionado para el tratamiento de los datos.

3.3.3 - POBLACION Y MUESTRA

La población total a la que se ha dirigido la misma la forman un conjunto de 555 empresas.

Debido a la dificultad de hallar fuentes de información adecuadas ha tenido que limitarse la población potencial a un ámbito menor del esperado.

La población consta de dos subgrupos, el de las empresas que no cotizan en ningún mercado de valores y el de las que cotizan concretamente en el Segundo Mercado de Valores de la Bolsa de Barcelona. El peso específico de ambos se relaciona en el siguiente cuadro:

<u>Categoría</u>	<u>Número</u>	<u>%</u>
Cotizan	23	4,1
No cotizan	532	95,9
Total	555	100,-

El conjunto de compañías a las que se ha solicitado información, agrupado en base a los grandes sectores económicos, se detalla en la tabla de la página siguiente:

Sector al que pertenecen	No cotizan		Cotizan	
	Número	%	Número	%
Primario	9	1,7	1	4,3
Secundario	355	66,7	21	91,3
Terciario	168	31,6	1	4,4
	532	100,-	23	100,-

En el cuadro anterior se evidencia que la práctica totalidad de las empresas que cotizan en el Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona pertenecen al sector Industria, mientras que la presencia del sector Servicios y Primario es testimonial.

EMPRESAS QUE NO COTIZAN
Por grandes sectores

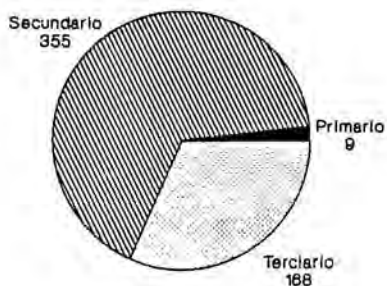


Gráfico I

**EMPRESAS QUE COTIZAN EN
SEGUNDO MERCADO**
Por grandes sectores

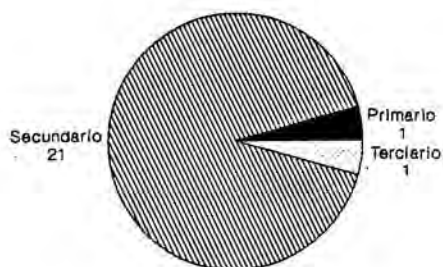


Gráfico II

Ampliando la anterior agrupación al detalle de los grandes epígrafes enumerados en la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (C.N.A.E.), el resultado es el siguiente:

Clasificación Sectorial de C.N.A.E.	No cotizan		Cotizan	
	Número	%	Número	%
(1) Energía y Agua	9	1,6	1	4,4
(2) Miner./Química ¹³⁹	85	16,-	3	13,-
(3) Industria Metales ¹⁴⁰	87	16,4	2	8,7
(4) Industria Aliment. ¹⁴¹	175	32,9	14	65,2
(5) Construcción	8	1,5	1	4,4
(6) Comercio/Rest./H. ¹⁴²	99	18,6	-	-
(7) Transporte y Comunicaciones	25	4,7	-	-
(8) Servicios ¹⁴³	44	8,3	1	4,3
(9) Otros servicios ¹⁴⁴			1	
	532	100,-	23	100,-

¹³⁹Extracción y transformación de minerales energéticos y productos derivados. Industria Química.

¹⁴⁰Industrias transformadoras de los metales. Mecánica de precisión.

¹⁴¹Otras industrias manufactureras.

¹⁴²Comercio. Restaurantes y Hostelería. Reparaciones.

¹⁴³Instituciones Financieras, Seguros, Servicios prestados a las empresas y Alquileres.

¹⁴⁴Administración Pública, Defensa Nacional y Seguridad Social.
Servicios de saneamiento de vías públicas, limpieza y similares.
Educación e investigación, etc..

EMPRESAS QUE NO COTIZAN Distribución CNAE

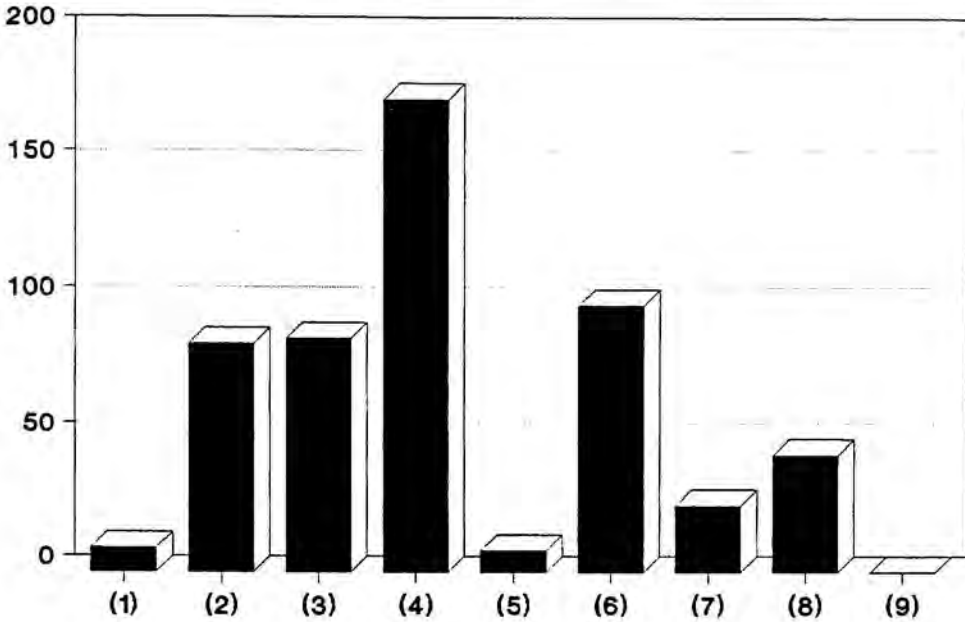


Gráfico III

EMPRESAS QUE COTIZAN EN SEGUNDO MERCADO Distribución CNAE

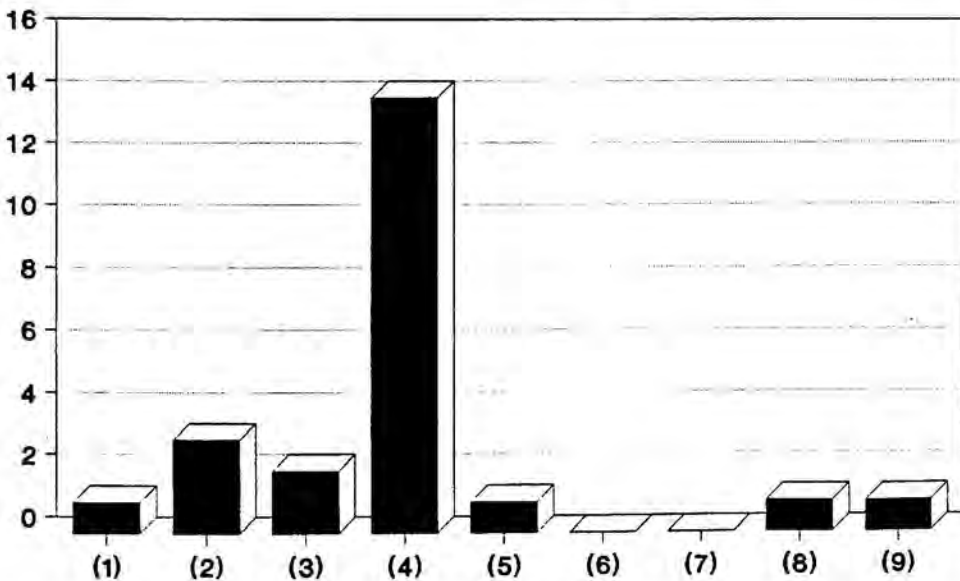


Gráfico IV

En este detalle puede observarse que la mayoría de empresas que cotizan en el Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona pertenecen al subsector de Industria alimentaria y manufacturados; algunos subsectores como el de Comercio/Restaurantes y Hostelería y el de Transportes y Comunicaciones, de gran tradición en nuestra comunidad, no están presentes en este mercado y tampoco en el primero.

En el marco de las clasificaciones por grupos, la publicación "Fomento de la Producción" realiza, a su vez, una agregación en la que aglutina las empresas por similitud en sus actividades. Aún no teniendo ésta el grado de homologación internacional de las anteriores clasificaciones, resulta interesante por su grado de concreción que detallamos (únicamente las empresas que no cotizan en mercados de valores) a continuación:

Clasificación Sectorial de "Fomento de la Producción"	Empresas	
	Número	%
Aceites	4	0,8
Actividades diversas	16	3,-
Alimentación	58	10,8
Bebidas	11	2,1
Caucho y neumáticos	4	0,8
Cemento	2	0,4
Comerciales	39	7,2
Comerciales automóvil	17	3,2
Comerciales farmacéuticas	1	0,2
Confección	12	2,3
Construcción naval	8	1,5
Construcciones mecánicas	23	4,3
Editorial y artes gráficas	14	2,6
Electrodomésticos	13	2,4
Electrónica	2	0,4
Energía eléctrica	3	0,6
Financieras	15	2,8
Grandes almacenes y cadenas alimenticias	33	6,2
Hostelería y turismo	9	1,7
Industria farmacéutica	26	4,9
Informática	10	1,9
Ingeniería	2	0,4
Madera y muebles	5	0,9
Material eléctrico	26	4,9
Materiales construcción	6	1,1
Metalurgia no férrea	3	0,6
Minería	-	-
Papel y cartón	8	1,5
Perfumería y detergentes	17	3,2
Petróleo	6	1,1
Piel y curtidos	6	1,1
Plásticos	11	2,1
Productos lácteos	10	1,9
Publicidad	6	1,1
Química	28	5,3
Seguros	11	2,1
Servicios públicos	-	-
Siderometalurgia	5	0,9
Textil	30	5,6
Transportes	25	4,7
Vehículos	4	0,8
Vidrio	3	0,6
	-----	-----
	532	100,-
	=====	=====

Del conjunto de empresas encuestadas, y a pesar de haber repetido el envío previa llamada telefónica, responden un 18%; no obstante cumplimentan adecuadamente el cuestionario casi el 14%. El 4% de las compañías que no responden las preguntas adjuntan una carta donde explican el motivo que les induce a no contestar. Este, en el caso de las empresas que no cotizan, mayoritariamente, es que nunca se han planteado entrar en un mercado de valores y que para ellas no tiene sentido contestar la encuesta, ya que a su juicio podrían distorsionar los resultados del estudio; las cartas del subgrupo de empresas que si cotizan argumentan que como el estudio está dirigido a las empresas localizadas en Catalunya no deben contestar. En el primer caso, la actitud demostrada no es totalmente estéril ya que servirá, por lo menos, para reforzar alguna de las preguntas del "test". En el segundo es una lástima que no hayan cumplimentado el cuestionario.

En otro orden de cosas, tal como se refleja en el cuadro de la página siguiente, observamos que las respuestas contabilizadas válidas presentan un reparto muy regular respecto al total de la muestra, en la mayoría de ocasiones cercano al 14% sin apreciarse diferencias importantes a excepción de los subsectores de Energía y Agua, Minería/Química y Transportes y Comunicaciones, en el aspecto negativo, es decir inferior a la media, y del subsector Servicios que alcanza el 20% de las respuesta válidas y se coloca muy por encima de los valores regulares.

Por lo que se refiere a los porcentaje de participación de los subsectores respecto del total, observamos que tanto el total de la muestra como las respuestas válidas presentan una distribución parecida sin grandes diferencias.

Clasificación Sectorial de C.N.A.E.	Empresas				
	Total población	Resptas. Válidas	% Válidas /Total		
			% TP	% RV	
Energía y Agua	10	1	10,-	1,8	1,3
Minería/Química	88	8	9,-	15,9	10,5
Industria Metales	89	14	15,7	16,1	18,5
Industria Alimentaria	189	27	14,3	34,1	35,5
Construcción	9	1	11,1	1,6	1,3
Comercio/Rest./Hoteles	99	14	14,1	17,8	18,5
Trans.y Comunicaciones	25	2	8,-	4,5	2,6
Servicios	45	8	20,-	8,1	10,5
Otros servicios	1	1	100,-	0,1	1,3
	555	76	13,7	100,-	100,-

TOTAL POBLACION Distribución CNAE

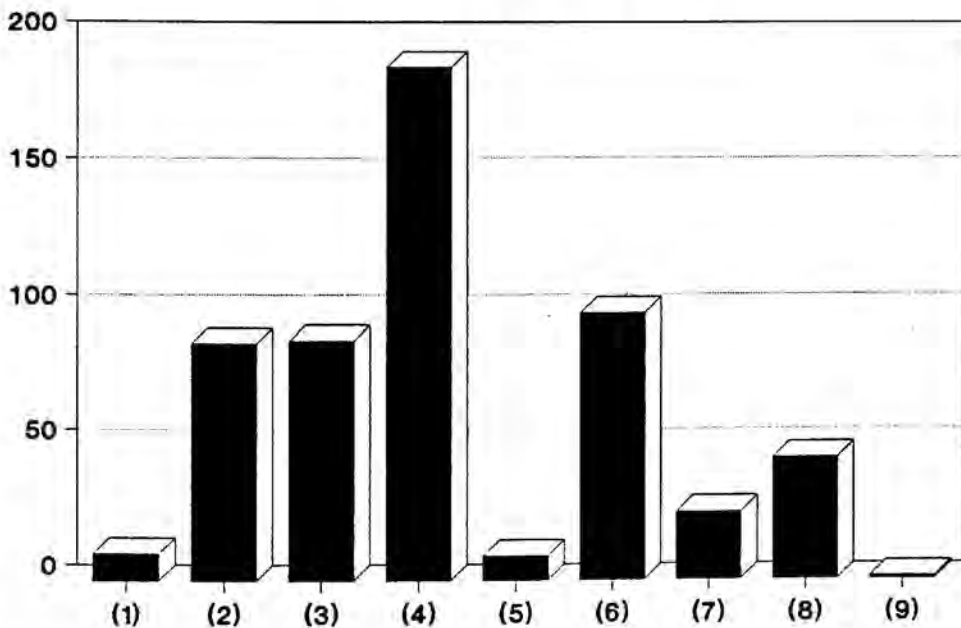


Gráfico V

RESPUESTAS VALIDAS Distribución CNAE

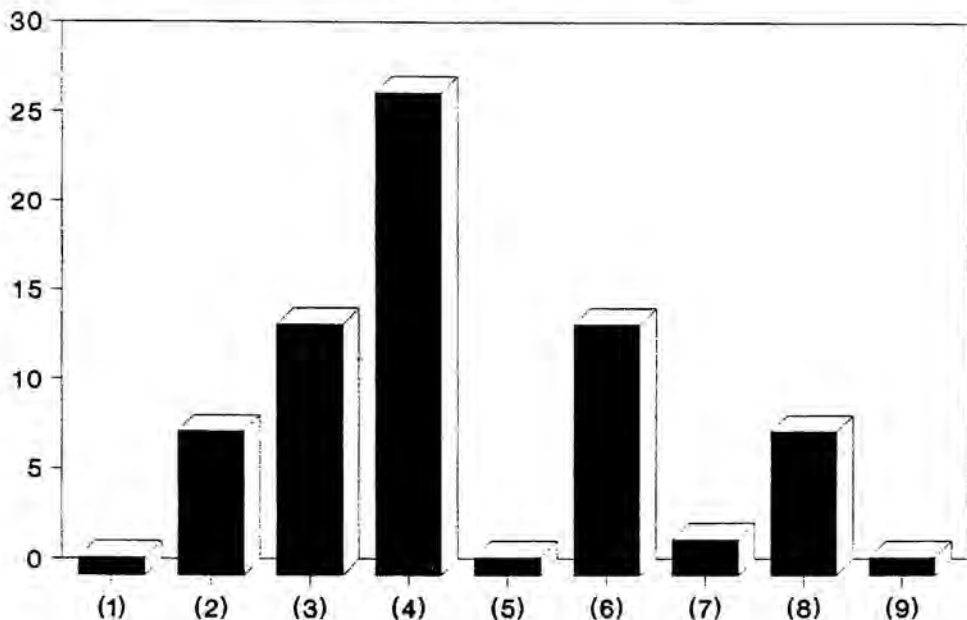


Gráfico VI

RESPUESTAS VALIDAS SOBRE TOTAL (%) Distribución CNAE

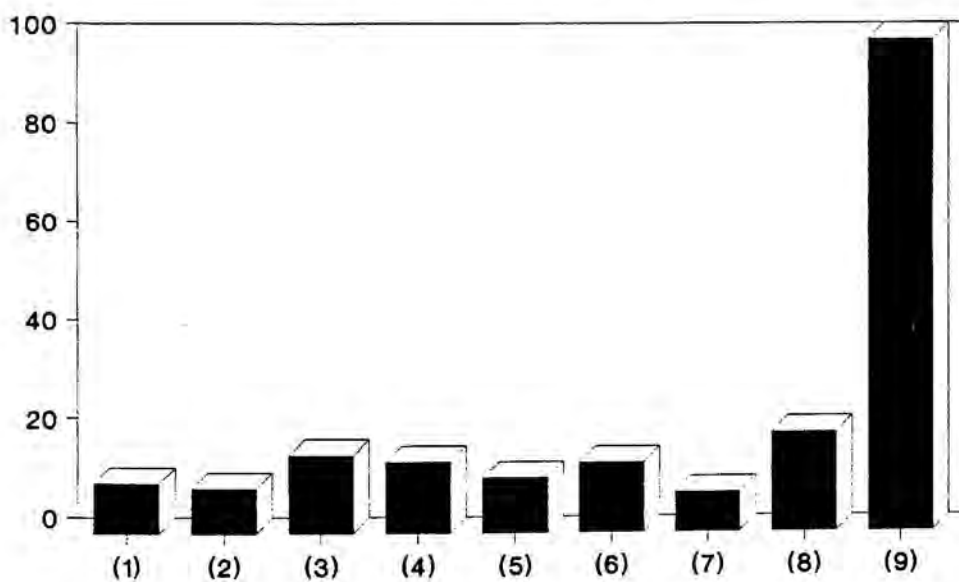


Gráfico VII

3.4 - RESULTADOS

3.4.1 - INTRODUCCION

Antes de entrar directamente a comentar los resultados es preciso mencionar en qué medida han podido valorarse las cuestiones formuladas y las posibles diferencias entre ellas.

La encuesta está configurada por 9 grandes apartados (del A al I) compuestos por preguntas objetivas y de opinión, pero que para darle más agilidad al cuestionario se han formulado con la agrupaciones que se detallan a continuación:

Grupo A - Datos personales

- A1 Cargo que ocupa en la empresa
- A2 Tiempo que lleva ocupando este cargo
- A3 ¿Es accionista?
- A4 Edad
- A5 Sexo
- A6 Nacionalidad
- A7 Formación

Este primer grupo compuesto por 7 ítems, de carácter objetivo, está pensado para conocer las características de la persona que completa el cuestionario y establecer, especialmente, la vinculación que mantiene con la empresa, amén de otras informaciones más personales.

Las respuestas no deben revestir dificultad alguna, ya que son contrastables.

Grupos B, C, D y E - Opinión acerca del mercado de valores

Relación de los cuatro apartados que componen el grupo de preguntas de opinión.

(B)

- B01 Capacidad para obtener recursos propios;
- B02 Posibilidad de emprender nuevas inversiones;
- B03 Menor dependencia de los bancos;
- B04 Vinculación por participación accionarial;
- B05 Establecimiento de un precio para las acciones con el fin de evitar conflictos de valoración entre socios;
- B06 Obtención de liquidez por medio de las acciones;
- B07 Aumento del PER y la liquidez de las acciones cotizadas en los mercados de capitales;
- B08 Mayor prestigio en el mercado;
- B09 Patrimonio más realizable;
- B10 Diversificación de los riesgos patrimoniales (cesión de participaciones minoritarias y destino del importe obtenido a nuevas colocaciones);
- B11 Resolver problemas de sucesión sin poner en peligro la continuidad de la empresa;
- B12 Permitir la fácil salida de los socios sin que

la actividad económica de la empresa se resienta.

Dentro del grupo de las preguntas de opinión, en el Grupo B se señalan una serie de ventajas que las empresas obtienen al cotizar en mercados de valores, es decir, se hace especial hincapié en cuan favorable puede ser para la empresa el hecho de que sus títulos coticen en el mercado de valores (aunque como puede comprobarse, alguno de los ítems no tiene exactamente este objetivo). Este apartado de opinión está compuesto de 12 ítems los cuales tienen un escalado de valoración que va del 1 al 7 con la siguiente lectura: Los números bajos (inferiores a 4) significarían que la ventaja que ofrecen los mercados de valores, a juicio del entrevistado, es poco importante, y mínima o nula si la valoración otorgada es 1; los altos (superiores al 5) significaría que las ventajas son importantes y máximas si se señala el valor 7. Cuando la valoración señalada sea 4 demostraría cierta inseguridad o desconocimiento respecto a la pregunta formulada; los valores cercanos a 4 no gozan de gran significación en un análisis de este tipo.

(C)

- C01 Control de la actuación de los administradores por los accionistas;
- C02 Transparencia informativa;
- C03 Control fiscal;
- C04 Necesidad de presentar noticias favorables para estimular la cotización de las acciones;
- C05 Existencia de accionistas no deseados;
- C06 Posibilidad de una O.P.A. hostil.

El Grupo C recoge un conjunto de inconvenientes que tienen que soportar las empresas si salen a cotizar públicamente. Se compone de 6 ítems con un escalado de valoración.

ción del 1 al 7 como en el caso anterior, anotando aquí si los hechos mencionados en cada una de las cuestiones presentan inconvenientes de "Poco importantes" a "Muy importantes".

(D)

- D01 El mercado de valores español es muy estrecho;
- D02 El mercado de valores es rentable para las empresas;
- D03 Todas las empresas que cotizan en Bolsa tienen resultados positivos;
- D04 Los mercados de valores son más adecuados para multinacionales;
- D05 La salida de las empresas a bolsa ocasiona problemas fiscales a los accionistas antiguos;
- D06 Me parece excesivo que para cotizar en Bolsa las sociedades deban tener un capital mínimo de 200 millones de pesetas;
- D07 Me parece bien que para cotizar en el Segundo Mercado se precise un capital mínimo de 25 o 50 millones de pesetas;
- D08 Cuando una empresa entra en alguno de los mercados de valores coloca rápidamente las nuevas emisiones;
- D09 El tipo decambio de las acciones es superior a su valor contable;
- D10 La existencia de empresas "rating" aumenta las transacciones de títulos valor;
- D11 La instauración del Mercado Unico beneficiará a Barcelona afirmando su importancia como plaza financiera;
- D12 Está bien que para cotizar en el segundo Mercado de Valores se precisen menos requisitos que para hacerlo en el primero (Bolsa de Valores);

- D13 Es muy prestigioso cotizar en Bolsa;
- D14 Las ventajas para la empresa son muy parecidas en los dos mercados de valores (primero y segundo);
- D15 Los primeros mercados están pensados para muy grandes empresas y los segundos mercados para empresas grandes y medianas;
- D16 El paso por el segundo mercado en un buen entrenamiento para entrar a cotizar en la Bolsa de Valores;
- D17 El Segundo Mercado de Valores es poco conocido por las empresas;
- D18 Los inversores conocen perfectamente el primer mercado, es decir la Bolsa de Valores;
- D19 Los inversores desconocen la existencia del segundo mercado;
- D20 Es prestigioso cotizar en el Segundo Mercado de Valores;
- D21 Las inversiones pueden ser igualmente rentables en ambos mercados;
- D22 Las nuevas Sociedades y Agencias de Valores van a encarecer las operaciones del segundo mercado;
- D23 La liquidez en ambos mercados es parecida;
- D24 El número de transacciones es pequeño en el segundo mercado;
- D25 Me parece bien que las empresa "rating" valoren y clasifiquen los títulos de las PYMES;
- D26 Las empresas de capital-riesgo necesitan el segundo mercado;
- D27 En Catalunya debería haber más sociedades de capital-riesgo;
- D28 Cotizar en los mercados de valores permite equilibrar la estructura financiera en la relación entre recursos propios y ajenos;
- D29 El segundo mercado facilita la salida de socios minoritarios.

En el Grupo D aparecen frases relacionadas con el mercado de valores con las que el sujeto encuestado deberá mostrar su mayor o menor acuerdo. Este subgrupo está formado por 29 ítems que también tienen un escalado de valoración opcional del 1 al 7. Los valores bajos muestran desacuerdo (el 1 total desacuerdo) y los valores altos acuerdo (el 7 total acuerdo).

Estos tres grupos B, C y D, tienen como fin principal demostrar el grado de conocimiento general que tiene la persona que contesta acerca del mercado de valores (para qué sirve, ventajas e inconvenientes que presenta etc.) y así reforzar o no otras respuestas más directas del apartado posterior.

(E)

- E1 ¿En qué grado conoce Ud. el funcionamiento de la Bolsa de Valores?;
- E2 ¿En qué grado conoce Ud. el funcionamiento de los Segundos Mercados de Valores?;
- E3 ¿Se ha planteado en alguna ocasión sacar a cotizar su empresa en algún mercado de valores?;
- E4 ¿Cual de los dos mercados sería el más adecuado para su empresa en función de sus características?;
- E5 El "Proyecto de Ley de Reforma Parcial y adaptación de la Legislación Mercantil a las directrices de la CEE en materia de Sociedades prevé establecer, para empresas como la suya, normas concernientes a la transparencia informativa". ¿En que grado cree que éste trámite obligatorio le animaría a entrar en el mercado de valores?;
- E6 Recientemente, el Consejo de ministros aprobó un Real Decreto que somete a tributación la venta

de derechos de suscripción o cupones de empresas que no coticen en bolsa o segundos mercados. ¿En que grado le anima este decreto a entrar en el mercado de valores?

El apartado E está formado por preguntas más directas respecto a una toma de posición frente al mercado de valores, especialmente para aquellas empresas que no cotizan; las que cotizan podrían plantearse el pase al primer mercado o quizás la salida de la cotización. Este Grupo E es realmente fundamental. Está compuesto por dos tipos de preguntas: unas presentan la estructura valorativa analizada en los casos anteriores (de 1 a 7) y las cuestiones que tratan de responder son el grado de conocimiento -"Poco" o "Mucho"- que creen poseer de los mercados de valores y los estímulos que determinadas medidas de carácter oficial podrían ejercer sobre su interés o no por estos mercados; otras son directas y su opción está entre dos únicas posibilidades.

Estos 4 apartados tienen como denominador común el que todas sus preguntas son de opinión y la persona que contesta el cuestionario debe asignar a cada una de ellas un valor. Al realizar esta tarea el sujeto estará influenciado, inevitablemente, por una serie de conocimientos y experiencias personales.

Grupos F, G, H e I - Información de la Empresa

La mayoría de los ítems que componen estos apartados son de carácter objetivo y pretenden informar de algunas circunstancias concretas de la empresa.

(F)

- F1 Sector al que pertenece;
- F2 Número de accionistas y número de accionistas que representan el 60% del capital;
- F3 ¿Forma parte la empresa de un "grupo de sociedades"?; en el caso de ser afirmativa:
 - 1 Tipo de relación con el grupo: matriz/filial y porcentaje de participación "de" o "en";
 - 2 Estructura del grupo: vertical, horizontal u otras;
 - 3 ¿Cotiza la matriz en algún mercado de valores?;
 - 4 ¿Cotizan alguna filiales?; Número;
 - 5 Relaciones con empresas del grupo relativas a clientes;
 - 6 Relaciones con empresas del grupo relativas a proveedores;
 - 7 Relaciones con empresas del grupo relativas a asuntos financieros;
 - 8 Relaciones con empresas del grupo relativas a otros conceptos;
- F4 ¿Cuántas empresas tienen consejeros comunes a la suya aunque no exista, entre aquellas y la suya ningún tipo de participación de capital?

En el Grupo F se analiza la situación de la compañía en el entorno, su grado de concentración de capital y las relaciones con otras empresas. Está formado por 4 ítems primarios que definen los principales rasgos de la sociedad y su posición en el entramado empresarial. En el caso de que tal compañía forme grupo con otras sociedades, se detallan 8 ítems secundarios que pretenden mostrar la relación más amplia posible de la empresa encuestada con el grupo de sociedades al que pertenece.

(G)

- G01 Número de trabajadores;
- G02 Número total de proveedores;
- G03 Proveedores que sirven el 70%;
- G04-05-06-07-08 Vencimiento medio de pagos desde "al contado" hasta más de 90 días;
- G09-10-11 Procedencia de las compras;
- G12-13 Ciclo de producción;
- G14 Número total de clientes;
- G15 Clientes/ 70% ventas;
- G16-17-18-19-20 Vencimiento medio cobros desde "al contado" hasta más de 90 días;
- G21-22-23 Destino de las ventas;
- G24-25 Financiación del circulante;
- G26-27-28-29 Financiación de nuevos proyectos;
- G30 ¿Ha realizado alguna ampliación de capital en los tres últimos años?;
- G31 ¿Utiliza en alguna ocasión los avales de Sociedades de Garantía Recíproca?;
- G32 Balance;
- G33 ¿Se destina un porcentaje estable de los beneficios a retribuir el capital?;
- G34 ¿Que parte de los beneficios se han destinado a reservas en los últimos tres años?;
- G35 Cuenta de Resultados;

Este apartado G engloba un conjunto de información muy amplia que pretende, principalmente:

1o) Conocer la dimensión de la empresa desde el punto de vista de los trabajadores empleados.

2o) Relacionar las facilidades crediticias provenientes de proveedores y aquellas que la sociedad facilita a sus clientes con el fin de averiguar si en este primer estadio de relaciones financieras, las empresas demuestran actitu-

des estables o no; después se intentará averiguar el grado de atomización de clientes y proveedores en aras a encontrar una relación de dependencia o autonomía.

3o) Conocer la procedencia de los recursos y el destino de los bienes producidos.

4o) Establecer pautas de comportamiento de las empresas en el más puro aspecto financiero entre los recursos propios y los ajenos, tanto para acometer inversiones en capital fijo y a largo y medio plazo, como para las normales necesidades de circulante.

5o) Diseñar la estructura de la sociedad a través de sus estados contables.

6o) Establecer qué políticas utiliza la empresa para distribuir sus beneficios.

Aún disponiendo de gran parte de esta información, las empresas se han mostrado reticentes a la hora de facilitar datos, especialmente aquellos que se refieren a sus estados contables, por lo que no se ha sido posible utilizar la información completa como se había pensado inicialmente.

Es práctica habitual en estudios como el nuestro, abrir distintos frentes de información en los cuestionarios, a los que poderse acoger en previsión de eventuales carencias.

(H)

H1 ¿Funciona en su empresa la dirección por objetivos?;

- H2 ¿Cómo se realiza el establecimiento de objetivos?;
- H3 ¿En que grado considera que el sistema informativo-contable de su empresa le proporciona un adecuado apoyo para la toma de decisiones?;
- H4 ¿En que grado son analizadas las desviaciones respecto a lo presupuestado?;
- H5 ¿Tiene su empresa implantada una contabilidad analítica?;

Este Grupo quiere mostrar el sistema contable y de organización. Este apartado está compuesto por 5 ítems de los cuales 2 implican juicios de valor. En su conjunto aportan una visión de la estructura organizativa y destacan en qué medida se utiliza la información proveniente de los estados contables, es decir, si la contabilidad tiene unos objetivos estrictamente fiscales o su manejo es de importancia vital desde el punto de vista económico de las empresas. Al igual que ocurría en los grupos anteriores, gran parte de esta información no ha sido utilizada.

(I)

- I1 ¿Tiene previsto llevar a cabo planes de inversión a medio y largo plazo?;

Este último apartado tiene como objetivo exclusivamente conocer los planes de inversión a medio y largo plazo de las empresas y sólo tiene un ítem.

Finalizada la exposición de motivos que nos han llevado a diseñar tal encuesta, detallaremos a continuación

el primer resultado obtenido en las distintas preguntas de la encuesta¹⁴⁵.

Ésta, como hemos mencionado, consta de dos partes claramente diferenciadas; una formada por un conjunto de preguntas de naturaleza puramente objetiva, mientras que la otra incorpora juicios de valor --según quien sea el sujeto que cumplimente la encuesta, podrá variar la valoración aplicada a cada uno de los ítems--.

No obstante, y aun aceptando el alto grado de subjetividad en una parte importante del estudio, estimamos que, al margen de la situación personal de los individuos que responden el cuestionario, todos ellos tienen dentro de la empresa, una posición determinante para opinar, con conocimiento de causa, acerca de cuestiones financieras en términos generales.

En consecuencia, admitiremos que su opinión tendrá un grado de generalidad suficiente para que de ella se puedan extraer tendencias y normas de comportamiento que podrán configurar el próximo futuro de los mercados de valores, especialmente el Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona.

¹⁴⁵Ver Anexo no. 2.

3.4.2 - PREGUNTAS DE INFORMACION

Datos personales del responsable que contesta la encuesta¹⁴⁶

- Los Directores Financieros son los que han contestado fundamentalmente el cuestionario (51%), seguidos a mayor distancia de los Directores Generales que las han cumplimentado en el 20% y de otros cargos que lo han hecho en el 29% de las ocasiones.

- El tiempo de permanencia en el cargo ocupado en la empresa es frecuentemente corto; la media se sitúa entre 4 y 5 años. Tal circunstancia podría significar, desde el punto de vista de la empresa una creciente preocupación por encontrar las personas adecuadas para tan delicada misión; desde un punto de vista estrictamente personal, la buena coyuntura del mercado laboral y económico en general, que permite gran movilidad, por promoción, en tales puestos de responsabilidad.

- La mayoría de las personas que contestan la encuesta no son accionistas (69%), frente al 31% que si lo son. A nuestro parecer es importante destacar que del conjunto de empresas que han contestado la encuesta, un grupo relevante está dirigido por empresarios que a la vez son propietarios de los bienes de producción, circunstancia cada

¹⁴⁶Ver Anexo no. 4, Volumen II (EMV10ENQ.LIS).

vez menos habitual en la actualidad, cuando la figura del propietario y gestor no acostumbran a coincidir.

- La **edad** media se sitúa entre 41 y 43 años; sin embargo el mayor peso específico lo llevan profesionales muy jóvenes.

- La mayoría de los que contestan la encuesta son varones; el porcentaje de mujeres que lo hace es sólo del 5,3%.

- La **nacionalidad** de los responsables es mayoritariamente española; dato a tener en cuenta, ya que un porcentaje importante de las empresas preguntadas tiene participación de capital extranjero.

- El tipo de **formación** es fundamentalmente universitaria, en mayor o menor grado; sólo un 14% de ha utilizado otras vía de estudio.

Datos de la empresa¹⁴⁷

I - <Estructurales>:

- Del total de respuestas recibidas, la clasificación entre sociedades que cotizan y las que no lo hacen, se detalla de la siguiente forma:

¹⁴⁷Ver Anexo no. 4, Volumen II (EMV10ENQ.LIS).

Categoría	Número	%
Cotizan	7	9,2
No cotizan	69	90,8
Total	76	100,-

- La **distribución sectorial** aparece en el apartado anterior.

- El **grado de concentración del capital** es muy elevado: la media se sitúa en 4 accionistas. No obstante el 22,5% de las empresas estudiadas tienen un sólo accionista. La concentración es mayor cuando se trata de participaciones mayoritarias, y lo demuestra el hecho de que, en el 56% de estas empresas el 60% del capital está en manos de un único accionista.

- Un 53% de las empresas encuestadas **pertenecen a un "grupo"** mientras que las restantes no tienen este tipo de vinculaciones.

Las que están vinculadas son:

- . Matrices el 24%, con pocas empresas participadas (una media de 3).
- . Filiales el 76%, con una alta participación de la matriz (en el 57% de las empresas que pertenecen a un grupo la matriz posee el 100% de la filial).

La estructura del grupo de empresas que han respondido es fundamentalmente horizontal, es decir la concentración se da para empresas de producción de bienes similares, más que por el modelo de concentración vertical.

Respecto a la actividad bursátil de la empresa matriz del grupo, el 49% de éstas cotiza en un mercado de valores (sea nacional o internacional) mientras que el 51% restante no lo hace en ninguno.

La presencia en Bolsa de otras empresas filiales (no las encuestadas) es reducida, sólo tres empresas con tal forma de relación cotizan en un mercado de valores.

Los vínculos de las empresas encuestadas con el "grupo", en temas relativos a Clientes no parecen especialmente significativas, ya que de una escala de valores de 1 a 7 (de menor a mayor importancia), los resultados de la muestra se sitúan en la zona intermedia, cercana al valor 4 (en la zona del "no sabe", "no contesta"); por lo que se refiere a Proveedores observamos que los valores medios se sitúan en el 3, que expresa un nivel de vinculación bajo; otro tanto sucede en las relaciones financieras, aunque en este caso la media se acerca más al valor 4; respecto a otro tipo de vinculaciones constatamos una actitud parecida. Por tanto, -en contra de lo que cabría esperar-, ya que usualmente los grupos actúan de manera especialmente interrelacionada, de las empresas encuestadas no se desprenden relaciones importantes.

	<u>Media</u>
Clientes	3 - 4
Proveedores	3
Financieras	3 - 4
Otras	2 - 4

- Respecto a la existencia de **consejeros** comunes sin participación explícita de capital, el 71% de la empresas dejan la respuesta en blanco de lo que podemos deducir: a) que realmente no existen o b) que las personas que han cumplimentado la encuesta lo desconocen. Aún así el 24% reconoce este tipo de vinculación en 3 o 4 empresas.

II - <Económicos>:

- **Número de trabajadores.** Las cifras oscilan entre 12 y 1612 para los fijos y de 0 a 1710 para los eventuales.

La gran variedad en el número de personal empleado hace preciso formar grupos más manejables, aunque por ello parte de la información desaparece.

Por grupos y categorías queda reflejado porcentualmente en el cuadro siguiente:

N. trabajadores -----	Fijos -----	Eventuales -----
Hasta 100	34,7	85,5
101 a 200	22,7	7,9
201 a 500	25,3	5,3
Más de 500	17,3	1,3
	-----	-----
	100,-	100,-

- **Proveedores.** Al igual que hemos hecho en el caso de los trabajadores y lo que haremos en muchas de las preguntas siguientes, agrupamos los proveedores en las siguientes categorías:

Número de proveedores	%	
	Sirven 100% Compras	Sirven 70% Compras
Hasta 100	26,9	85,2
101 a 200	13,4	6,6
201 a 500	38,8	6,6
Más de 500	20,9	1,6
	100,-	100,-

Del cuadro anterior puede deducirse que un número de proveedores, relativamente reducido, se ocupa de servir, mayoritariamente, los inputs de las empresas. Además, analizando la tabla desagregada se observa que, el 50% de las empresas encuestadas, utilizan alrededor de 20 proveedores para satisfacer el 70% de sus necesidades en recursos y servicios.

- Por lo que se refiere al **vencimiento medio de los pagos por compras**, queda resumido en el siguiente esquema. Se destaca: 1o.) el porcentaje de empresas que no utilizan en absoluto el crédito de proveedores en los distintos plazos ; 2o.) la media de utilización de cada tipo de vencimiento, de aquellas empresas que han completado alguna o todas las casillas de estos items.

Plazo de vencimiento medio	%	
	No lo utilizan	Utilización media
Menos de 30 días	47,4	14,2
A 30 días	32,9	21,7
A 60 días	34,2	20,1
A 90 días	28,9	30,8
A más de 90 días	77,6	5,3

El objetivo inicial por el que se ha pedido esta información, como las que se refieren a clientes, ha sido encontrar una relación entre las necesidades de finan-

ciación a corto y a largo en las empresas y su manera de captar recursos ajenos.

- **Procedencia de los recursos.** Se observa que, en las empresas encuestadas, prima la adquisición de productos nacionales, frente a las entradas de inputs importados.

Lugar de procedencia	Mínimo		Media	Máximo	
	%	Valor		%	Valor
Nacionales	11,8	0	64,3	23,7	100,-
C.E.E.	38,2	0	17,6	1,3	100,-
Otros	61,8	0	9,-	1,3	90,-

- **Duración y desarrollo del ciclo de producción.** Las respuestas vertidas en este apartado no permiten obtener adecuada información de los procesos productivos. La pregunta no ha sido correctamente formulada teniendo en cuenta la coexistencia, en el universo escogido, de empresas industriales y comerciales. No obstante, en la tabulación general aparece información acerca de que, el ciclo productivo del 14,5% de las sociedades tiene una duración de un día; este dato, con la consabida reserva, podría corresponder a empresas comerciales de productos de gran consumo. En cuanto al desarrollo del ciclo productivo obtiene unas respuestas suficientemente confusas para no tenerlas en consideración.

- Clientes.

Número de clientes	%	
	Absorben 100% Ventas	Absorben 70% Ventas
Hasta 100	9,-	52,5
101 a 200	13,4	17,-
201 a 500	16,4	8,5
Mas de 500	61,2	22,-
	100,-	100,-

El cuadro anterior busca relacionar el número de clientes que tienen las empresas preguntadas y su agregación.

El grado de concentración respecto al 70% en las ventas no se relaciona adecuadamente con la forma en que se distribuyen las ventas totales, pero si aparece generalizado el hecho de que, al contrario de lo que sucedía en los proveedores -que se tendía a la concentración en un número reducido de ellos-, el número de clientes tiende a dispersarse, lo cual no deja de ser un fenómeno habitual en cualquier empresa.

- El crédito que se facilita a los clientes queda reflejado a continuación:

Plazo de vencimiento medio	%	
	No lo utilizan	Utilización media
Menos de 30 días	46,1	22,9
A 30 días	35,5	17,3
A 60 días	27,6	22,8
A 90 días	35,5	22,2
A más de 90 días	53,9	10,8

Las operaciones tienden a cerrarse mayoritariamente a corto plazo, no obstante se observa una tendencia más acusada a financiar las ventas a los clientes que a aprovecharse del crédito de los proveedores. Las causas pueden ser variopintas:

- . Mayor posición de fuerza de los proveedores.
- . Obtención de importantes descuentos con el pago inmediato.
- . Menor posición de fuerza de las empresas en el mercado.
- . Repercusiones en el precio de los retardos en el cobro, por parte de las empresas.

- Destino de las ventas.

Lugar de destino	Mínimo		Media	Máximo	
	%	Valor	%	%	Valor
Nacionales	7,9	0	81,5	43,4	100,-
C.E.E.	55,3	0	7,-	1,3	95,-
Otros	69,7	0	3,6	1,3	55,-

Los resultados de la tabulación en este apartado revelan poca penetración en los mercados internacionales. Podemos encontrar desde empresas que no venden absolutamente nada en el mercado nacional (7,9%) a otras que lo venden todo (43,4%) en el interior del país, las primeras especialmente exportadoras y las segundas con proyección comercial interna; empresas que no venden nada de su producción a países del área comunitaria (55,3%) a las que lo venden todo en el mercado de la CEE (1,3%); el 69,7% de las empresas no venden nada a países de fuera de la comunidad mientras que el 1,3% lo vende todo. No obstante, antes de concluir al respecto, es necesario relacionar estos datos con la tipología de las compañías que han respondido el cuestionario; operación ésta que se realiza en los capítulos siguientes.

- **Financiación.** Desde un punto de vista general, la media de financiación del capital circulante de la empresa con sus propios recursos es del 66%, mientras que el resto de financiación de la misma categoría es ajena.

Por lo que se refiere a nuevos proyectos, destacamos como relevante que la autofinanciación baja al 55%, sin

embargo si dentro de este capítulo incluimos las ampliaciones de capital se consigue el 59%; los recursos provenientes del sector bancario alcanzan un promedio del 26%.

La autofinanciación parece ser la nota más destacable en el aspecto financiero. Sin embargo, analizada esta actuación -que denota un grado importante de saneamiento en la empresa- desde el prisma de la "eficiencia asignativa de los recursos disponibles" se puede estar incurriendo en importantes costes de oportunidad, en función de cual sea la coyuntura económica del momento.

La utilización del crédito bancario -que generalmente se consigue a corto plazo-, para financiar proyectos a largo plazo, no parece ser "a priori" la gestión financiera más adecuada, ya que provoca graves encorsetamientos a las empresas y en épocas de implantación de políticas monetarias restrictivas (los créditos se reducen y los tipos de interés alcanzan máximos) puede ocasionar graves problemas en las empresas muy dependientes de tal financiación.

La ampliación de capital, por un lado permite destinar las reservas de las empresas a usos alternativos y, de esta forma, diversificar el riesgo. Claro está que existe el peligro de perder el control de la sociedad o que en ella pudieran entrar accionistas no deseados, o que tuviera que enfrentarse a una OPA hostil (si esta compañía cotizara en mercados de valores). Aún con todo, sorprende que esta alternativa sea tan poco utilizada, ya que sus aspectos positivos son importantes.

- En cuanto a la pregunta específica de si la empresa ha realizado ampliaciones de capital en los últimos años,

los resultados demuestran que la mitad de las empresas encuestadas sí la ha realizado.

- Las sociedades que ha contestado la encuesta no utilizan los avales de Sociedades de Garantía Recíproca, sólo, de forma marginal, los utiliza el 3% de la muestra.

No es de extrañar este resultado, ya que las empresas proclives a utilizar dicho servicio acostumbra a adolecer de falta de garantías reales con que avalar directamente sus operaciones de crédito, y acuden a una Sociedad de Garantía Recíproca en busca del aval necesario. Esto puede ocurrir principalmente a empresas de tamaño pequeño o de nueva implantación, que no son precisamente las que configuran nuestro universo. Al margen de nuestra apreciación, existen estudios que constatan el poco éxito conseguido por los mencionados intermediarios financieros.

- Los beneficios destinados a reservas durante los tres últimos ejercicios se mantienen, de manera estable, alrededor del 44% de promedio. Este hecho refuerza el comportamiento, en cuanto a la utilización de financiación propia o ajena por parte de la empresa comentado en las preguntas anteriores.

- **Datos financieros.** El cuestionario enviado a las empresas contenía preguntas relativas a datos de Balance y Cuenta de explotación de los últimos ejercicios, así como, previsiones para el año que acaba de terminar. La estructura relativa a esas cifras se ajustaba perfectamente a la información que las sociedades vienen obligadas a presentar cada año a Hacienda para la liquidación de impuestos, a fin de que la tarea de transcripción fuera sencilla. Esta simplificación llevaba incorporado un hipotético

error en el caso de que las compañías utilizaran un sistema de contabilización doble.

Desgraciadamente, las empresas han dejado masivamente en blanco estas casillas, y, en consecuencia, ya no es necesario preocuparse por la bondad de unas cifras que no conocemos. Por ello, hemos tenido que conformarnos con utilizar una tabla de ventas del año 1987 que aparecía en la mencionada publicación de "Fomento de la Producción", y a través de ella dimensionar las empresas. Además se ha utilizado la información disponible de las empresas que cotizan en el Segundo Mercado.

Ventas (en millones)	Empresas (en %)
De 2.000 a 4.999	51,3
De 5.000 a 9.999	30,3
más de 10.000	18,4

	100,-

- Aspectos contables y organizativos. Más del 77% manifiesta tener establecido un sistema de Dirección por Objetivos (D.P.O.). Sin embargo es destacable el hecho de que en el 41% de los casos los objetivos son fijados por la alta dirección, mientras que se fijan conjuntamente con los responsables funcionales en el 59% de los casos -situación que se aproxima más a la filosofía de la D.P.O.-

- Los resultados que se desprenden de tabular la **bon-**
dad de un sistema contable como fuente de información bá-
sica para llevar el timón de una empresa, resultan pre-
ocupantes ya que la media está cercana al valor "5" (entre
el 4 y el 5, algo parecido a "no sabe", "no contesta") de
una escala del 1 al 7. Bien parece que únicamente se lleva
la contabilidad a efectos fiscales.

- De la **profundidad con que son analizadas las des-**
viaciones, también aparece una media absolutamente inocua
que se sitúa entre los valores 4 y 5. No parece excesiva-
mente positivo éste tipo de comportamiento en empresas
importantes como las que configuran la muestra.

- Las sociedades que tienen implantado un **sistema de**
contabilidad analítica constituyen el 54% de la muestra de
empresas que han constestado la encuesta, y el restante
46% no lo utiliza.

- Respecto de la proyección de futuro, la gran mayo-
ría de las empresas - el 93%- , tienen pensado acometer
planes de inversión a medio y largo plazo.

3.4.3 - DESCRIPCION DE LA OPINION¹⁴⁸

Las preguntas de opinión se estructuran en cuatro grandes grupos:

- 1 - Ventajas que ofrecen los mercados de valores.
- 2 - Inconvenientes de cotizar en los mercados de valores.
- 3 - Acuerdos o desacuerdos con opiniones acerca de los mercados de valores.
- 4 - Preguntas que involucran el conocimiento personal subjetivo y su proyección en la empresa.

Los tres primeros grupos están encaminados a que la persona que contesta la encuesta identifique las ventajas o inconvenientes que puede reportar un mercado de valores y, además, explicita si está de acuerdo o no con determinados postulados.

El objetivo último de todo ello es averiguar si las opiniones vertidas en los apartados B - C y D del

¹⁴⁸Ver Anexo no. 4, Volumen II (EMV11ENQ.LIS).

cuestionario¹⁴⁹, demuestran un conocimiento suficientemente profundo de cómo funciona y para qué sirve el mercado de valores. Sólo se estará en condiciones objetivas de encontrar aspectos positivos o negativos si se sabe lo fundamental de este mercado.

La consistencia de las respuestas obtenidas puede intensificar el grado de validez de las cuestiones que configuran el grupo 4 -apartado E- de la encuesta.

Grupo 1 - **Ventajas de cotizar en los mercados de valores.**

- **Capacidad de obtener recursos propios.** Aunque únicamente algo más del 8% de las personas que han cumplimentado el cuestionario encuentran en esa capacidad una ventaja máxima, el 54% también la encuentran bastante ventajosa, mientras que el 9,5% no consideran que lo sea en absoluto.

La ciencia económica otorga a los mercados de valores un papel fundamental a la hora de estimular la inversión y con ella el empleo y la propia demanda; lo hacen de una forma muy peculiar, facilitando la desinversión. En este contexto, desinvertir significa cambiar de manos la propiedad de los títulos que representan una parte del capital de una sociedad o una parte alícuota de un préstamo a la empresa. En su día una determinada compañía emitió títulos de renta fija -obligaciones- o variable -acciones- que fueron suscritos por personas físicas o jurídicas y

¹⁴⁹Ver Anexo no. 2.

que aportaron a la compañía los recursos que precisaba en aquel momento. Después, los mercados de valores, al facilitar la desinversión de forma prácticamente inmediata, permiten que los suscriptores iniciales recuperen su aportación, trasladando la titularidad de sus acciones u obligaciones a terceras personas sin que por ello se resienta la buena marcha de la sociedad, es más, normalmente, ésta ni se entera, a excepción claro está de que se trate de títulos nominativos, como ocurre en el caso de las acciones de bancos.

De lo dicho puede deducirse que las sociedades que cotizan en los mercados de valores encuentran nuevos recursos con mucha mayor facilidad¹⁵⁰ y a un menor coste¹⁵¹ que aquellas otras que no operan en la Bolsa o mercados afines.

- **Posibilidad de emprender nuevas inversiones.** El 67% de la muestra lo considera una ventaja del mercado de valores, valorándolo entre el 4 y el 6. El promedio se acerca mucho al 5.

¹⁵⁰Cuando una empresa cotiza en Bolsa, coloca con facilidad las sucesivas ampliaciones de capital o emisiones de obligaciones, por la facilidad que tiene el nuevo inversor de hacer se nuevo líquida su inversión -cuando desee-, a través de los mercados de valores.

¹⁵¹La sociedad sólo reparte dividendos cuando obtiene beneficios (y también puede destinar a reservas todos los beneficios), al menos esa es la práctica habitual, ya que de otro modo -si repartiera reservas- estaría descapitalizando la sociedad y esa no es la mejor manera de llevar un negocio (existen antecedentes al respecto: una compañía eléctrica abonó, durante cierto tiempo, dividendos a los accionistas con cargo a reservas, probablemente por problemas de imagen). Por todo ello la ampliación de capital aparece como una forma económica de obtener recursos a largo plazo.

Desde un punto de vista económico esta tendencia sería la esperada, por todo lo comentado al analizar el caso anterior.

- **Menor dependencia de los bancos.** Las respuestas recibidas no demuestran que tener esa menor dependencia se considere una ventaja. La media se sitúa por debajo del valor 4, y aunque existen opiniones absolutamente divergentes, el mayor porcentaje lo encontramos en los estadios más bajos.

A través de los mercados de valores, las empresas logran obtener recursos en mejores condiciones que las ofrecidas por el sector crediticio, especialmente cuando realizan ampliaciones de capital, ya que no se comprometen a ofrecer a los accionistas unos rendimientos concretos. Cuando se buscan recursos en las instituciones de crédito, las condiciones pactadas deben respetarse, al margen de la buena marcha o no de la sociedad.

- **Vinculación por participación accionarial.** El resultado obtenido en esta pregunta demuestra que no se considera una posible ventaja. El 54% de las respuestas se concentran entre los valores 1 y 3.

- **Establecimiento del precio de las acciones.** Ante esta pregunta, el resultado es muy variado: existen opiniones muy favorables y otras que no lo son en absoluto, respecto a catalogar esta afirmación como ventaja. La razón de tal variedad podría encontrarse en la distinta situación personal de quienes han cumplimentado el cuestionario y su diferente posición frente al mercado de valores.

- . Un accionista debería encontrar muy ventajoso que sus títulos tuvieran una valoración oficial, ya que en el caso de ser ésta inferior al valor teórico contable podría aliviar la carga fiscal.
- . A la persona que no posee acciones, tal posibilidad puede resultarle indiferente, toda vez que no le implica.

Además, es necesario recordar que un mayor o menor conocimiento del mercado de valores, su operativa y oportunidades puede inclinar la balanza en una u otra dirección.

- **Obtención de liquidez.** Aunque el promedio sea algo superior al valor 4, el grueso de las respuestas apuntan a encontrar como moderadamente ventajosa esta oportunidad que ofrece el mercado de valores, no obstante, un 10% de las empresas encuestadas niegan tal posibilidad.

Esta tendencia es plenamente coherente con la idea existente en la comunidad empresarial de que una de las cualidades más apreciadas de los activos es la liquidez, y si existe un medio que la facilite, debe considerarse altamente positivo.

- **Aumento del PER.** El resultado es incierto; los que conocen bien el funcionamiento del mercado de valores saben que uno de los ratios que se toman en consideración al realizar el análisis fundamental¹⁵² de los títulos es el

¹⁵² a) El análisis fundamental pretende averiguar la evolución de la cotización de los

PER¹⁵³, que relaciona el tipo de cambio con los beneficios netos por acción, por lo que, tanto más positivo será éste cuanto menor sea su valor. Si el PER aumenta, significa que el mercado de valores asigna un valor inadecuado al título, lo hincha, no guarda una buena relación el precio de la acción con los beneficios estimados, y, en consecuencia no se presume que la cotización pueda mantenerse a medio plazo¹⁵⁴.

- **Mayor prestigio.** En esta pregunta el consenso es mayor; más del 57% lo considera una ventaja importante que ofrecen los mercados de valores.

Todas las sociedades que cotizan en estos mercados ven cómo con una periodicidad, prácticamente diaria, aparecen en las página económicas de los rotativos que informan de la sesión anterior en el "parquet" o, también, en el mercado continuo; y además, la prensa especializada en temas económicos informa de los proyectos, realizaciones

valores estudiando la solidez de la empresa, su mayor o menor capacidad de generar beneficios, su desarrollo, etc.

Otra forma de "predecir" las tendencias alcista o bajista de los títulos es a través del análisis técnico o chartista, que utiliza los gráficos resultantes de plasmar las cotizaciones diarias y relacionarlas con el volumen de las transacciones efectuadas.

b) Ma. Ageles Vallvé-Ribera de Hortalá. Lecturas sobre Bolsa. Instituto de Estudios Fiscales. Ministerio de Hacienda. Año 1977.

¹⁵³PER (Price Earning Cost), expresión inglesa. Índice bursátil que mide el tiempo que ha de transcurrir para que se amortice el importe desembolsado en la adquisición de un valor. Dado que se divide el precio de la compra por el rendimiento anual (esperado), cuanto menor es el tiempo que ha de transcurrir, más rentable es la inversión. Ignacio de Garmendía y Miangolarra. Diccionario de Bolsa. Ediciones Pirámide, S.A., Madrid 1977.

¹⁵⁴En el mercado de valores, corto plazo es un día, medio plazo una semana y largo plazo un mes.

etc. Ese conjunto de informaciones dan a conocer las empresas y, de hecho, las prestigian.

- **Patrimonio más realizable.** La diversidad de las respuestas no reflejan que tal posibilidad sea considerada efectivamente una ventaja de forma general. Los que están a favor de considerarla como tal y los que son contrarios a esta idea están en número equilibrados por segmentos. El 7% no lo considera una ventaja en absoluto y a la vez otro 7% lo valora en grado máximo, y algo muy parecido sucede con los valores intermedios. La explicación podríamos buscarla ante la distinta posición real de los individuos frente al mercado de valores y las características personales de quien emita su opinión, la respuesta tendrá mas o menos fuerza. Sin embargo, aceptando que en los mercados de valores se comercian con facilidad títulos, y estos forman parte de un patrimonio, efectivamente, el hecho de cotizar debe darles un mayor grado de realización.

- **Diversificar riesgos patrimoniales.** El promedio obtenido en esta pregunta es curiosamente bajo; se situa entre los valores 3 y 4, aunque es probable que, al relacionarlo con otras preguntas quede mejor explicada tal reacción.

- **Resolver problemas de sucesión.** Esta pregunta tiene tantas respuestas que consideran tal cuestión muy favorable como otras tantas que no le ven ningún tipo de ventaja. Ante tal divergencia, de nuevo se puede esperar una explicación relacionada con la situación personal de los encuestados.

- **Permitir la salida a socios sin que por ello se resienta la buena marcha de la empresa.** El resultado que

presenta esta pregunta permite, por su semejanza, compararla con la anterior.

Grupo 2 - Inconvenientes de cotizar en los mercados de valores.

- **Control de la actuación de los administradores por los accionistas.** En función del promedio obtenido (3,45) podemos intuir que no se considera un inconveniente excesivamente importante. No obstante, aunque un 35% de los encuestados lo considera poco importante, para el 13% es relevante.

Obviamente, el peligro para los administradores aparece cuando la valoración real de la empresa y la que aparece en el mercado de valores son distintas, ya que puede dar lugar a una Oferta Pública de Adquisición¹⁵⁵.

- **Transparencia informativa.** La mayor concentración de respuestas en el valor 4 del ítem parecen relativizar la importancia de este inconveniente; pero es comunmente conocida la práctica de doble contabilidad llevada a cabo por muchas empresas, especialmente de medio y pequeño

¹⁵⁵Cuando se produce una OPA los administradores de la sociedad deben plantearse la pregunta de si es atacado el Consejo de Administración, la sociedad misma o si lo son los accionistas. Esto es importante porque uno de los deberes básicos que tienen los administradores de cualquier sociedad es la protección del accionista y con respecto a éstos tienen dos deberes básicos y fundamentales:

- 1o.) Conseguir que se respete el principio de igualdad de trato del accionista y
- 2o.) Facilitar a los accionistas la mayor información posible para que éstos puedan decidir sobre si deben aceptar o rechazar una OPA.

tamaño, que no estaría excesivamente en consonancia con tal resultado. A pesar de que este primer análisis, puramente descriptivo, no informa suficientemente, al enfrentar esta pregunta a situaciones concretas, es de esperar que se obtengan resultados significativos.

- **Control fiscal.** Las respuestas obtenidas guardan cierta consonancia con las del ítem anterior, restándole importancia como inconveniente, al control. Más del 37 % de las respuestas se concentran entre los valores 1 y 2.

- **Necesidad de información favorable acerca de la empresa.** El 52% de las empresas encuestadas considera que tal necesidad es un inconveniente importante; no obstante, el promover información positiva de las sociedades (veraz) incrementa el conocimiento y prestigio de éstas y propicia, ulteriormente, una corriente de recursos hacia la misma.

- **Existencia de accionistas no deseados.** Un promedio cercano al valor 5, y más del 43% de los encuestados con valores muy altos indica que tal posibilidad se valora muy negativamente.

Desde un punto de vista objetivo, quienes debieran sentir mayor temor ante tal eventualidad serían las sociedades de tipo familiar con pequeño número de socios y con gran vinculación entre ellos. Sin embargo, a tenor de los cuestionarios cumplimentados, no parece ser éste el denominador común.

- **Posibilidad de una OPA hostil.** Esta pregunta está muy relacionada con la del "control sobre los admi-

nistradores", ya que las OPAs de este tipo¹⁵⁶ acostumbran a dirigirse al Consejo de Administración por culpa de una mala gestión o por valorar insuficientemente los activos de la empresa. Este tipo de acciones no acostumbran a perjudicar al accionista, ya que la oferta se realiza por un valor superior al de cotización (lo cual demuestra el argumento esgrimido con anterioridad) y la aceptación o no de la oferta es libre. La respuesta dada en este caso también resuelve que es un inconveniente importante.

Grupo 3 - **Acuerdos o desacuerdos con opiniones acerca de los mercados de valores.**

- **El mercado español es muy estrecho**¹⁵⁷. El grado de acuerdo puede considerarse muy elevado (el promedio se acerca al valor 6). Esta respuesta demuestra un conocimiento por parte de las personas que han respondido, de la situación real del mercado de valores español. Estrechez en este contexto significa reducido número de empresas y también reducido volumen de capitales a cotización (en 1978 cotizaban en el primer mercado algo más de 500 empresas; en la actualidad la cifra ha descendido por debajo de 400).

- **El mercado de valores es rentable para las empresas.** El mayor peso específico lo registra el valor 4 con el 37% de las respuestas. Esto podría significar des-

¹⁵⁶En U.S.A. se viene practicando el "leverage buy out", OPAs hostiles sobre grandes empresas iniciadas por un equipo de empleados y ejecutivos de la propia empresa para hacerse con el control de la firma. También suele ocurrir que una empresa pequeña intente, a través de una OPA hostil hacerse con el control de una mayor.

¹⁵⁷Ver Anexo no. 3, pag.

conocimiento del papel real de los mercados de valores para la empresa o que tal afirmación no se tome en consideración. Existe una tercera posibilidad, que consistiría en la no comprensión de la frase por su excesiva vaguedad, ya que generalmente el término "rentable" se asocia a resultados financieros concretos, lo cual daría como resultado el clásico "no sabe" "no contesta", que se acostumbra a aplicar al valor medio -en este caso el 4-.

- Todas las empresas que cotizan en bolsa tienen resultados positivos. Las respuestas tabuladas evidencian una gran discrepancia con tal afirmación; más del 31% se muestra totalmente en desacuerdo.

Si nos atenemos a las exigencia de la Bolsa de Valores, se precisan beneficios en los dos últimos ejercicios o en tres no consecutivos en un período de cinco años para poder repartir un dividendo del 6% del capital, después de dotar impuestos y reservas. Por lo que se refiere a los Segundos Mercados, ésto no es un requisito de obligado cumplimiento y se admite incluso pérdidas.

- Los mercados de valores son más adecuados para multinacionales. El valor medio se situa en el valor 3,5 lo cual indica en principio que no tienen opinión definida, aunque realmente parece existir un moderado desacuerdo con tal afirmación, a todas luces aceptable ya que todas las empresas a partir de un determinado volumen tienen cabida. No obstante, a las empresas que se extienden fuera de las fronteras de una nación se les presupone un volumen de capital muy importante y eso siempre facilita la entrada a los mercados de valores.

- La salida de las empresas a Bolsa ocasiona problemas fiscales a los accionistas antiguos. El grado de

acuerdo o desacuerdo con tal afirmación se sitúa en un modesto promedio del 4 y la gran mayoría de respuestas se concentra entre los valores 3 y 5. Del resultado obtenido puede intuirse un escaso conocimiento de la complejidad del tema.

Según E. Fondevila "una de las cuestiones más delicadas que han de contemplar las empresas que desean cotizarse, antes de efectuar la operación de lanzamiento, es el análisis de la circunstancia fiscal particular de cada uno de sus accionistas..... El impuesto de patrimonio que existe ahora en España es de poca entidad recaudatoria, pero se denomina impuesto "tenaza" porque sirve en gran manera para detectar la evidencia de una posible falta de congruencia entre el incremento de patrimonio y el ahorro en el ingreso familiar.

Esta circunstancia puede tener importancia para ciertos accionistas de una sociedad familiar en el momento de decidir la conveniencia de ofrecer las acciones familiares al mercado de valores. Sucede en ocasiones que las plusvalías generadas en una operación de este tipo pueden influir en la base imponible del contribuyente familiar, empujándolas a niveles cuyo tipo de gravamen sea muy alto. En otras, el patrimonio declarado responderá a valores contables de sociedades participadas que ni siquiera tengan dividendos o beneficio alguno, a pesar de estar gravadas indiscriminadamente por el impuesto.

Todos estos aspectos influyen a la hora de tomar la decisión de introducir una empresa familiar en el mercado de valores. También cuentan otros hechos tales como el de que las inversiones en títulos cotizados disfruten, como hasta el presente, de un trato discriminatorio respecto a

los no cotizados en cuanto a desgravación por suscripción y ampliaciones de capital."¹⁵⁸

- Me parece excesivo que para cotizar en Bolsa las sociedades deban tener un capital mínimo de 200 millones de pesetas. Se observan grandes discrepancias; para un colectivo que representa el 24% de las empresas encuestadas el resultado es de un total desacuerdo; sin embargo, el 27% admite como buena la aseveración.

Desde un punto de vista económico y situándonos en el momento presente, la cifra de 200 millones de pesetas resulta pequeña para cumplir el papel que tienen asignados las empresas en los mercados de valores. El volumen de contratación que puede generarse con tales dimensiones es necesariamente muy reducido, y si se dispone de papel y dinero de una compañía con tan exiguo capital puede manipularse con cierta facilidad su cotización, marcando repetidamente dinero hasta que ésta alcance el nivel deseado, momento en el cual se sacarán a la venta las acciones disponibles y se obtendrá un beneficio extra que en condiciones normales no se podría haber conseguido.

Así pues, parecería recomendable que las sociedades que coticen en el primer mercado, deberían tener un capital más elevado, alrededor del millar de millones.

No obstante, analizándolo tal requisito desde otro prisma y aún a riesgo de no parecer consecuentes en nuestra exposición, sería bueno reflexionar sobre la necesidad de fijar tales límites, ya que el volumen de capital, per

¹⁵⁸Eduardo Fondevila Roca. La introducción de empresas en Bolsa. Varep S.A. Barcelona 1988.

se, no indica que la sociedad sea suficientemente sana y solvente para cotizar públicamente.

- Me parece bien que para cotizar en el Segundo Mercado se precise un capital mínimo de 25 o 50 millones de pesetas. En este caso los resultados muestran claramente que se está mayoritariamente de acuerdo en que los requisitos para entrar a cotizar en los Segundos Mercados (en lo que se refiere al capital mínimo de las empresas) sean menores que para hacerlo en el primero; más del 51% del colectivo encuestado lo suscribe plenamente.

Como continuación del razonamiento anterior sostenido para la Bolsa de Valores, deberíamos estimar que tales cifras son, en términos generales, excesivamente reducidas para que con ellas se pueda desenvolver adecuadamente un mercado; bajo este aspecto nos parecería más adecuado subir la cifra hasta los 200 millones de pesetas. No obstante, si también como antes, ponemos en entredicho los límites, respecto del capital, y además consideramos que este tipo de mercado debe ser la vía natural para que puedan recuperarse las inversiones en capital riesgo, lo positivo sería que, el límite mínimo, de existir fuera lo más reducido posible.

En otro orden de cosas, es destacable el hecho de que, mientras en el Segundo Mercado Oficial de Valores existe necesariamente la figura de la sociedad de contrapartida y ésto obliga a disponer de al menos un 10% del capital admitido a cotización, si el capital es muy reducido no tendrá sentido el organizar tal puesta en escena. El Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona no contempla la obligatoriedad de la contrapartida, pero también se resiente de la pequeña capitalización del mismo.

- Cuando una empresa entra en alguno de los mercados de valores coloca rápidamente las nuevas emisiones. Cerca del 52% de las empresas que han respondido no está de acuerdo en que suceda tal fenómeno; sólo un 5% comparten de manera absoluta tal afirmación.

Tratando de analizar la conducta del inversor potencial se observa una tendencia mayor a suscribir inversiones que relacionen adecuadamente, por una parte, riesgo y rentabilidad, y por la otra, grado de liquidez.

Si el mercado de valores, tal como se ha venido apuntando en los capítulos iniciales, es el mejor vehículo para conseguir una rápida "desinversión", aquellos títulos que se comercien en su seno deberían ser más apreciados por los inversores que otros títulos que no lo hicieren, siempre en el supuesto de que una sociedad que cotiza en Bolsa (u otro mercado de valores) lleve también a cotizar las sucesivas ampliaciones¹⁵⁹.

- El tipo de cambio de las acciones es superior a su valor contable. Los resultados de la encuesta manifiestan que existe un cierto acuerdo ante la afirmación.

La realidad es que tal aseveración no está confirmada por los hechos, ya que, si es verdad que en algunas ocasiones, el precio de los títulos está hinchado (por encima de su valor contable), también se produce, a veces el caso contrario. Un análisis en profundidad de la empresa pone al descubierto tales discrepancias. Estas suelen ser

¹⁵⁹Se da la circunstancia de que, en ocasiones, las compañías llevan a cotización determinadas emisiones, reservándose otras, y de esta manera consiguen mantener un control más estricto sobre la transmisibilidad.

aprovechadas por los inversores avisados y aquellos que se dedican profesionalmente a tal labor y realizan de manera regular lo que viene denominándose, análisis fundamental, de las distintas opciones existentes en el mercado.

- La existencia de empresas "rating" aumenta las transacciones de títulos valor. El valor más contestado, y con gran diferencia, es el 4, que aglutina el 48% de las respuestas. Su significado expresa un elevado grado de desconocimiento del tema, que no es de extrañar, ya que estas empresas son hasta hoy inexistentes en nuestro país, y los hechos que se conocen de ellas tienen lugar en mercados situados a mucha distancia de los nuestros.

Las empresas "rating"¹⁶⁰ analizan la calidad de las emisiones y las clasifican en razón a su bondad (rentabilidad, riesgo, liquidez, etc.). Tal información, que debe proceder de firmas de reconocido prestigio, constituye un información valiosa para los potenciales inversores que, gracias a ella, pueden decidir la relación riesgo-rentabilidad que más les convenga.

Estas sociedades nos parecen fundamentales para ayudar al inversor a decidir tomar participación de una u otra sociedad, independientemente del capital que posean o del mercado en el que coticen.

- La instauración del Mercado Unico beneficiará a Barcelona afirmando su importancia como plaza financiera. Más del 60% de las respuestas se concentran en la banda de

¹⁶⁰The IFR Financial Glossary. Op. Cit. (pag. 190)

valores 3-5. A menudo ocurre que, ante problemas de desconocimiento o incertidumbre, se acostumbra a repetir masivamente los valores medios. No obstante el 13% está absolutamente en desacuerdo, mientras que nadie demuestra un convencimiento pleno de que sea un acierto tal eventualidad.

En palabras de Artur Saurí "el mercado único europeo a nivel financiero que se constituirá a partir de 1992, representa un nuevo marco de referencia para Barcelona como plaza financiera. La ampliación del mercado y la unificación de la política monetaria en Bruselas abren nuevas posibilidades a Barcelona"¹⁶¹.

- Está bien que para cotizar en el Segundo Mercado de Valores se precisen menos requisitos que para hacerlo en la Bolsa de Valores. La media alcanzada se sitúa cerca del valor 5, dato que demuestra una clara tendencia a favor de tal presunción.

En la parte teórica, dedicada al análisis de las distintas manifestaciones de "segundos mercados", ha quedado patente que tal supuesto (la exigencia de menores requisitos) es un hecho. Desde el momento en que nacen los "mercados paralelos" para ocupar un vacío en el sector financiero, deben ofrecer una ventajas mínimas para desarrollar su cometido.

- Es muy prestigioso cotizar en bolsa. Al menos el 72% de los encuestados están de acuerdo en que tal circunstancia prestigia a las empresas.

¹⁶¹J. Perramón entrevista a Artur Saurí. Avui-Economía, 26 de març de 1989.

Desde un punto de vista práctico, el aparecer repetidamente en los medios de comunicación facilita el conocimiento de las empresas cotizadas por el gran público y este conocimiento-prestigio, se reafirma con noticias complementarias, que habitualmente surgen en la prensa más o menos especializada. Una circunstancia se acompaña con la otra para mayor "beneficio" de la empresa.

- Las ventajas para la empresa son muy parecidas en los dos mercados de valores (primero y segundo mercado). A la vista de los resultados puede deducirse que la opinión general no concuerda con tal afirmación. Cerca del 40% de las respuestas obtenidas conceden una valoración inferior a 4 en éste ítem.

Coincidiendo con la opinión de Blas Calzada¹⁶², desde el prisma de la objetividad, las ventajas que se obtienen en ambos mercados son iguales. Sin embargo, la existencia de una mayor capitalización bursátil previa puede decantar la balanza a favor de los primeros mercados.

- Los primeros mercados están pensados para muy grandes empresas y los segundos mercados para empresas pequeñas y medianas. La concentración de respuestas en valores superiores a 4, reafirma tal aseveración, desde cualquier punto de mira absolutamente razonable.

Recordemos, en el caso español, la ínfima limitación de capital mínimo para entrar a cotizar en los primeros mercados (200 millones de pesetas), que abre la puerta de

¹⁶²Op. Cit. (pag. 161)

la Bolsa (primer mercado) a empresas de mucho menor tamaño del considerado eficiente.

- El paso por el segundo mercado es un buen entrenamiento para entrar a cotizar en la Bolsa de Valores. Las respuestas obtenidas consensuan suficientemente la afirmación realizada. Más del 50% de ellas dan una valoración más alta de la media.

El papel de "guardería", "aclimatación" o "entrenamiento", según como lo definen los distintos autores, es una de las posibilidades que ofrecen los segundos mercados a las empresas, antes que estas se decidan a dar el salto definitivo a las Bolsas Oficiales.

- El Segundo Mercado de Valores es poco conocido por las empresas. El 63% de los encuestados se hace eco de tal afirmación, coincidente con una de las hipótesis de partida. De los restantes, cerca del 24% se sitúa en la franja intermedia del valor 4 que aún con otro lenguaje no deja de demostrar un profundo desconocimiento de este tipo de mercados.

En los capítulos siguientes trataremos de averiguar si este desconocimiento viene propiciado por una insuficiente información de carácter institucional, al estilo de la desarrollada en París para promocionar el "Second Marché", o por el contrario, como asegura Jaime S. Julián en "Segundo Mercado: crónica de una muerte anunciada"¹⁶³ "dista mucho de admitir comparación con mercados similares

¹⁶³Op. Cit.

en otras Bolsas internacionales" y por su inoperancia ha quedado relegado en el olvido.

- Los inversores conocen perfectamente el primer mercado, es decir, la Bolsa de Valores. A la luz de las respuestas vertidas por los encuestados, tal pronunciamiento, con un valor medio algo superior al 4, reúne los siguientes extremos; de una parte, un 26,5% de los encuestados opinan que la población potencialmente inversora conoce fielmente este instrumento de financiación, y de otra un 27% que afirma todo lo contrario.

- Los inversores desconocen la existencia del segundo mercado. El resultado refleja un consistente acuerdo respecto al desconocimiento de éste por parte de los potenciales clientes.

Tal circunstancia parece muy razonable ya que, si las empresas, como primera parte interesada conocen poco esta alternativa, menos deberían conocerla los sujetos económicos que tienen un papel de mayor pasividad en este juego.

- Es prestigioso cotizar en el Segundo Mercado de Valores. El 46,6% de las respuestas dan una valoración de 4, que como sabemos supone un comportamiento indiferente ante la pregunta formulada. Tal actitud está muy en consonancia con el supuesto desconocimiento de estos mercados.

- Las inversiones pueden ser igualmente rentables en ambos mercados. El resultado ofrece un sustancial acuerdo respecto a la afirmación formulada, el 60% lo suscribe, y son muy pocos los que se manifiestan en sentido contrario.

- Las nuevas Sociedades y Agencias de Valores van a encarecer las operaciones del Segundo Mercado. La opinión

respecto a tal aseveración se halla bastante dispersa; si bien es cierto que los valores centrales agrupan la mayor parte de las respuestas, destacamos que el 12% muestra un importante desacuerdo.

En este orden de cosas, sería adecuado mencionar que, en el momento en que las comisiones a aplicar por los intermediarios financieros en su labor cotidiana sean libres, se producirán diferencias importantes con lo que sucede en la actualidad. Pero la diferencia de coste no vendrá ocasionada por el mercado específico en el cual se comercie sino por el volumen de la transacción. Así cuanto menor sea el número de títulos negociados más elevada será la comisión.

Tal medida, existente en otros mercados menos regulados, perjudica al pequeño inversor, que para rentabilizar eficientemente su inversión deberá acudir a Fondos y Sociedades Mobiliarias.

Siguiendo en el mismo tema, destacaremos la existencia, en el mercado americano, de agentes especializados en llevar a cabo tareas de intermediación sin ofrecer ningún tipo de asesoría al posible inversor -los llamados "discount broker"- y cobrando por su gestión puramente intermediadora una reducida comisión. Si tal figura financiera apareciese en el espectro financiero español, podría subsanarse en parte el encarecimiento de las operaciones con pequeño volumen, si bien con el requisito explícito de que los inversores asumieran todo el riesgo de la operación.

- La liquidez en ambos es parecida. Mientras el 25% de las empresas preguntadas afirma estar en desacuerdo, otro 25% de compañías opina todo lo contrario.

Desde un punto de vista teórico se dice que la liquidez es igual en la Bolsa de Valores que en el Segundo Mercado Oficial. No obstante la realidad es otra; es tan pequeño el número de empresas que cotizan en el Segundo Mercado Oficial (que hoy por hoy, sólo hay uno y está instalado al amparo de la Bolsa de Madrid), que aunque exista la garantía de la sociedad de contrapartida, el público en general recela ante un mercado tan estrecho, y si la liquidez es un requisito principal en la inversión, prefiere acudir al primer mercado.

El Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona, además de lo anterior, tiene el inconveniente de que no ofrece contrapartida; en consecuencia la liquidez es prácticamente nula.

- El número de transacciones es reducido en el segundo mercado. Esta afirmación está prácticamente consensuada ya que sólo un 3% muestra un claro desacuerdo. A modo de ejemplo nos remitimos al cuadro resumen de contrataciones anuales del Segundo Mercado de la Bolsa de Barcelona (epígrafe 2.4.3.)

Por todo lo mencionado en el bloque anterior, esta situación subsistirá mientras el segundo mercado sea tan pequeño y en ocasiones falto de transparencia.

- Me parece bien que las empresas "rating" valoren y clasifiquen los títulos de las PYMES. Alrededor del 26% se muestra de acuerdo con la afirmación vertida; sin embargo un 38% se catalogarían como "no sabe" "no contesta", probablemente, como se ha constatado en una pregunta anterior, porque desconocen el papel que juegan tales sociedades en el seno del mercado financiero.

Si sociedades de reconocido prestigio analizaran, como vienen haciéndolo en otros países, el grado de bondad de las emisiones de valores, aquellas sociedades que obtuvieran una mejor puntuación verían automáticamente incrementada la demanda hacia tales títulos, es decir aumentarían sus facilidades de inversión.

La transparencia informativa es un elemento clave en tales estudios, pero la realidad cotidiana demuestra que todavía sigue siendo deficiente en muchas unidades productivas.

- Las empresas de capital-riesgo necesitan el segundo mercado. La media de los valores se sitúa alrededor del 5. Son escasas las empresas que no están de acuerdo con el enunciado.

"El capital riesgo ha sido definido como un modo de financiación original por el que los aportadores de capital, individuos o instituciones, aceptan correr un riesgo financiero generalmente muy elevado, participando en el capital de una joven empresa. Simultáneamente, se comprometen a prestarle un apoyo técnico constante, con la esperanza de realizar a término --de 3 a 10 años según los casos-- una plusvalía substancial, que constituye la esencia de su remuneración."¹⁶⁴

En cuanto al entorno bursátil, las propias características de riesgo y dimensión de las empresas surgidas en

¹⁶⁴"Un marco para la formación de Capital de riesgo". Ponencia presentada por las Bolsas de Barcelona y Valencia en la XII Asamblea de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores bajo el título de: "Análisis de las medidas tendentes a aumentar la inversión de riesgo y sus resultados". Bolsas de Barcelona y Valencia 1985.

el ámbito dinámico del capital riesgo hacen difícil una aceptación por parte de las Bolsas de Valores.

En U.S.A., fue la propia exigencia de liquidación de posiciones, en las empresas financiadas, que requerían las sociedades de "Venture Capital" la que dió impulso al OTC Market y aceleró el éxito de la organización del NASDAQ como mercado nacional fuera de la Bolsa.

El Reino Unido es, en Europa, el país con más experiencia en materia de capital riesgo. Ésta se ha visto favorecida por la previa existencia de un mercado financiero particularmente activo. La apertura en 1980 del USM sirvió de catalizador definitivo para la expansión de esta actividad financiera.

En España, anticipándose a las necesidades de las sociedades de capital riesgo que, por su propia juventud (según lo expuesto en el apartado que trata exclusivamente del capital riesgo), todavía no tienen empresas participadas con suficiente madurez para efectuar su salida al mercado de valores, la Bolsa de Barcelona, primero, y la Bolsa de Valencia, después, han creado el marco para que sea posible el mercado de títulos de sociedades nuevas.

Así, el Segundo Mercado de Valores debería convertirse en el recurso natural de "desinversión" de las sociedades de capital riesgo.

- En Catalunya debería haber más sociedades de capital riesgo. Para esta pregunta el 100% de las respuestas se sitúan por encima de valor 4; tal actitud refuerza positivamente el ítem.

La realidad demuestra (ver cuadro resumen de epígrafe 2.4.2.) que, efectivamente, son pocas las iniciativas de este tipo en nuestra autonomía, pionera en el conjunto del Estado español.

- Cotizar en los mercados de valores permite equilibrar la estructura financiera en la relación entre recursos propios y ajenos. El 71% de los encuestados coinciden en afirmar la bondad de tal equilibrio, si tal situación fuese posible.

Los mercados de valores pueden ayudar a las empresas a encontrar la relación más adecuada entre ambas clases de recursos.

- El segundo mercado facilita la salida de socios minoritarios. Del conjunto de respuestas recibidas, el 58% están plenamente de acuerdo con lo anunciado, y un 25% se mueve dentro del valor 4.

Este ítem estaba formulado anteriormente en lo que se definió como "ventajas" de cotizar en los mercados de valores.

Grupo 4 - Preguntas que involucran el conocimiento personal subjetivo y su proyección en la empresa.

- ¿En qué grado conoce Ud. el funcionamiento de la Bolsa de Valores?. Cerca del 42% reconoce no estar excesivamente familiarizado con el tema.

- ¿En que grado conoce Ud. el funcionamiento del segundo mercado de Valores?. Un promedio cercano al 3 indica el bajo nivel de conocimientos al respecto. Hecho, por otra parte, perfectamente constatable a lo largo de las sucesivas preguntas de la encuesta.

No obstante, al correlacionar tal resultado con los obtenidos en los ítems "objetivos", se llegan a conclusiones curiosas y a la vez sorprendentes. Uno de los fines que pretende conseguir este extenso cuestionario es encontrar medios que permitan valorar el grado de conocimiento del mercado de valores para que puedan reafirmar algunas cuestiones específicas que se abordan en el estudio. Para lograrlo se han seleccionado una serie de ítems, que a nuestro criterio tienen un carácter marcadamente objetivo para saber si se dispone o no de buen nivel de conocimiento sobre los mercados de valores, y se señalan a continuación:

- D1, sobre la estrechez del mercado de valores.
- D2 y D21, sobre la rentabilidad del mercado de valores.
- D3, sobre los "buenos resultados" de las empresas que cotizan en estos mercados.
- D4 y D15, sobre el grado de adecuación para las empresas.
- D5, sobre fiscalidad para accionistas antiguos.
- D8, sobre la facilidad de colocación de nuevas emisiones.
- D9, sobre el tipo de cotización de los títulos.
- D10, sobre la existencia de empresas "rating".
- D11, sobre la instauración del mercado único.
- D12, sobre los requisitos para entrar a cotizar en el Segundo Mercado.

- D13 y D20, sobre el prestigio de cotizar en mercados de valores.
- D14, D28 y D29, sobre las ventajas de cotizar en mercados de valores.
- D16, sobre el buen entrenamiento que supone haber pasado por un mercado de valores con requisitos más suaves para la entrada.
- D16, sobre el grado de conocimiento del Segundo Mercado de Valores.
- D22, sobre los cambios, en el aspecto de costes, que pueden derivarse de la Reforma del Mercado de Valores.
- D23, sobre la liquidez en los dos tipos de mercados.
- D24, sobre el número de transacciones que se realizan en los Segundos Mercados.
- D26, sobre la necesidad que tienen de los Segundos Mercados las Sociedades de Capital-Riesgo.

Sin embargo tal correlación no ha proporcionado unos resultados satisfactorios porque aquellas personas que afirman conocer mejor los mercados de valores, objetivamente, los conocen menos que aquel otro grupo que de antemano admite su desconocimiento, lo cual confirma el viejo principio socrático de que, cuanto más se sabe, más consciente se es de lo que queda por conocer.

Lo cierto es que la mayoría de las valoraciones se han situado en lugares cercanos al 4, es decir en la zona del "no sabe" "no contesta", que demuestra por lo menos, una cierta dosis de inseguridad en las respuestas.

Dentro de este contexto, refiriéndonos a las variables que analizan el grado de conocimiento de los dos mercados de valores, debemos poner de manifiesto que, a pesar

de que ambas corresponden a ítems concretos (E1 y E2), paralelamente hemos intentado averiguar el grado de conocimiento "objetivo" de los mercados de valores que poseían los sujetos que han contestado el cuestionario. El método utilizado ha consistido en valorar determinadas afirmaciones del grupo D, concretamente los ítems nos. 1, 2, 3, 4, 5, 8, 9, 10, 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17, 20, 21, 22, 23, 24, 26, 28 y 29¹⁶⁵, de tal forma que en unos casos el estar de acuerdo y en otros el estar en desacuerdo con la afirmación mencionada, reafirmaran el grado de conocimiento o desconocimiento del mercado de valores.

Sin embargo, no deja de sorprender tal actitud, ya que las encuestas han sido contestadas por personal altamente cualificado en materia financiera. Este resultado está pues en perfecta consonancia con la primera de las hipótesis mencionadas acerca de la **insuficiente información** de los mercados de valores.

- ¿Se ha planteado en alguna ocasión sacar a cotizar su empresa en algún mercado de valores?. Aquí el resultado es muy simple con sólo dos alternativas a elegir; el 35% se decanta hacia el "si", mientras que el 65% dice "no".

- ¿Cual de los dos mercados sería el más adecuado para su empresa en función de sus características?. De los que contestaron afirmativamente a la pregunta anterior, el 52% se dirigiría al primer mercado mientras que el 48% optaría por el segundo.

¹⁶⁵Ver Anexo no. 2.

- En qué grado le animaría a entrar en el mercado de valores la obligatoriedad de cumplir normas concernientes a "transparencia informativa". La dispersión de las respuestas recibidas no ayuda a intuir normas de conducta futuras. No obstante, el hecho de que las sociedades que tengan determinadas características se vean obligadas a auditar sus estados financieros y ponerlos posteriormente a disposición del público debería romper la dinámica de la doble contabilidad y así, eliminar un escollo importante de la vía de acceso de las empresas a los mercados de capitales, en especial a los segundos mercados.

- En qué grado le animaría la posibilidad de conseguir ventajas fiscales en la venta de derechos de suscripción. Aquí, en una primera lectura, el nivel de acuerdo todavía es menor. Probablemente, como sucedía en el grupo de "ventajas" las circunstancias personales de cada individuo instan a responder este ítem de una forma u otra¹⁶⁶.

¹⁶⁶Antonio Martínez Lafuente. "Aspectos fiscales del Mercado de Valores". Ponencia presentada en el ciclo "El proceso de reforma de los Mercados de Valores", organizado por el Registro de Economistas Auditores. Consejo General de Colegios de Economistas de España. Madrid. Diciembre de 1989.

El Real Decreto Ley 1/1989, de 22 de marzo, ha tenido un fuerte impacto en la tributación de la ganancia obtenida por la venta de los derechos de suscripción por el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

El preámbulo de la citada disposición realiza la siguiente afirmación: "La utilización de las normas anteriores ha dado lugar, en los últimos tiempos, a una proliferación de operaciones que, bajo la apariencia de una simple enajenación de derechos de suscripción, han pretendido ocultar una verdadera transmisión total o parcial del activo social sin tributación de plusvalías por parte del transmitente, llegando incluso al dudoso y, desde luego, difícilmente comprensible resultado de computar para las personas físicas transmitentes un valor de adquisición negativo, a efectos fiscales, de los valores de los cuales proceden los derechos enajenados".

En el artículo primero especifica: "A partir de la entrada en vigor del presente Decreto Ley, el importe obtenido por la transmisión de derechos de suscripción procedentes de valores representativos del capital de Sociedades que no coticen en Bolsa, se considerará como

incremento de patrimonio a efectos del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas o del Impuesto de Sociedades del transmitente, correspondientes al período impositivo en que se haya producido la transmisión de derechos".

Esta norma deja a salvo "la transmisión de derechos de suscripción resultantes de ampliaciones de capital realizadas con objeto de incrementar el grado de difusión de las acciones de una Sociedad con carácter previo a su admisión a negociación en Bolsa de Valores. De esta forma sólo se deja "latente" la plusvalía, pero no se eliminan los gravámenes desproporcionados que acompañan la salida a Bolsa de pequeñas empresas, a quienes parece se les someterá a un régimen tributario adecuado.

3.4.4 - VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL MERCADO DE VALORES DIMENSIONES RELEVANTES

Previo a la realización del análisis diferencial y con la finalidad de sintetizar algunas de las preguntas de opinión del cuestionario, hemos efectuado un análisis factorial de las preguntas referidas a las ventajas e inconvenientes de cotizar en los mercados de valores.

Esta técnica estadística se basa en el análisis de las intercorrelaciones entre los ítems, ofreciendo como resultado unas nuevas variables (factores) que representan las dimensiones más relevantes de las preguntas analizadas.

Se han obtenido 5 factores, que explican el 69,5% de la variancia total¹⁶⁷.

La significación de cada uno de ellos se obtiene analizando su correlación con las variables asignadas.

Los factores identificados son:

Factor 1: VENTAJAS PARA LOS ACCIONISTAS

B12	Permitir fácil salida de socios	.88
B11	Resolver problemas de sucesión	.84

¹⁶⁷Ver Anexo no. 4, Volumen II.

B09	Patrimonio más realizable	.73
B10	Diversificación de riesgos	.65
B05	Establecimiento precio acciones	.57
B08	Mayor prestigio en el mercado	.51

Variancia explicada 31,5%

Esta dimensión recoge diversas ventajas para los accionistas que se derivan de la cotización en mercados de valores.

Factor 2: VENTAJAS DE COTIZACION

B06	Obtención liquidez mediante acciones	.70
B07	PER/liquidez acciones	.69
B04	Vinculación accionarial	.68

Variancia explicada 13%

Este factor también está configurado por un abanico de ventajas que denominamos de cotización porque entendemos que tal vez tienen un carácter menos personal que las anteriores.

Factor 3: VENTAJAS FINANCIERAS

B01	Capacidad obtención recursos propios	.90
B03	Menor dependencia de los bancos	.80
B02	Posibilidad de nuevas inversiones	.75

Variancia explicada 10,9%

Es un factor compuesto por un conjunto de preguntas con un denominador común: el aspecto financiero.

Factor 4: INCONVENIENTE: INFORMACION A TERCEROS

C03	Control fiscal	.86
C02	Transparencia informativa	.81
C04	Necesidad de noticias favorables	.55
C01	Control de la actuación de los administradores por los accionistas	.53

Variancia explicada 8,4%

Se trata de un factor en el que afloran los inconvenientes que de manera tradicional han alejado a las empresas de los mercados públicos de valores. Respecto a los dos primeros, ambos acostumbran a ir muy unidos si bien uno es consecuencia directa del otro; no interesa que exista transparencia informativa porque de ella se puede esperar una mayor carga fiscal. Por lo que se refiere a los restantes inconvenientes, en primer lugar es costoso tener que facilitar de manera periódica información favorable de la sociedad, ya que supone un continuado esfuerzo por parte de la empresa para mantener en primer plano (o en un lugar destacado) la compañía; y en segundo lugar el mayor conocimiento de datos de la empresa puede incrementar la curiosidad de los accionistas por la actuación de los administradores y limitar su libertad.

Factor 5: INCONVENIENTE: TEMOR ANTE ACCIONES DE TERCEROS (OPA'S/ACCIONISTAS NO DESEADOS)

C06	Posibilidad de OPA hostil	.88
-----	---------------------------	-----

C05 Existencia de accionistas no deseados.85

Variancia explicada 5,7%

Este factor evidencia el temor a la pérdida de control directo de la empresa o también la necesidad de admitir en los órganos de dirección accionistas no deseados. Con frecuencia, estos accionista pueden interferir en un Consejo de Administración gobernado por un clan familiar o muy cerrado.

3.4.5 - ANALISIS DIFERENCIAL

A lo largo de este apartado vamos a contestar las siguientes preguntas:

- a) Qué datos objetivos de la empresa o de la persona que responde el cuestionario tienen alguna influencia significativa respecto a las opiniones y actitudes frente al mercado de valores.
- b) Qué opiniones o actitudes son las que influyen de manera significativa en el posicionamiento final frente al mercado de valores.
- c) Qué datos objetivos influyen de manera significativa en la toma de posición última frente al mercado de valores.

Para ello hemos de distinguir tres bloques de variables , en base a las cuales vamos a realizar el análisis diferencial.

Primero.- DATOS OBJETIVOS

- De la persona que responde el cuestionario.

- A04 Edad
- A05 Sexo
- A07 Formación

- A03 Ser o no accionista
 - De la empresa.
- F01 Sector al que pertenece
 - - Subsector según clasificación C.N.A.E.
 - - Ventas
- G01 Número de trabajadores
- F03 Vinculación a un grupo empresarial
- G26 % de autofinanciación para nuevos proyectos
- G24 % de autofinanciación para circulante
- G30 Ampliación de capital en los últimos tres años
- I01 Previsión de planes de inversión
- F02 Grado de concentración del capital (60%)

Segundo.- OPINION RESPECTO A LOS MERCADOS DE VALORES

- E01 Grado de conocimiento del primer mercado
- E02 Grado de conocimiento del segundo mercado
- E05 Estímulo a entrar a cotizar derivado de la necesidad de hacer frente a ciertas obligaciones de información-transparencia informativa-.
- E06 Estímulo a entrar a cotizar derivado por la instauración de cierta normativa fiscal en lo que se refiere a transacciones de derechos de suscripción.

Este primer grupo de variables dependientes tienen valores de 1 a 7.

- Factor 1 (Ventajas para los accionistas)
- Factor 2 (Ventajas de cotización)
- Factor 3 (Ventajas financieras)
- Factor 4 (Inconveniente: Información a terceros)
- Factor 5 (Inconveniente: Temor ante acciones de terceros OPA's/accionistas no deseados)

Los Factores se expresan en puntuación estandarizada (media=0, desviación típica=1).

- E03 % de empresas que SI se han planteado cotizar en algún mercado de valores
- E04 Cuál de los dos mercados es el más adecuado

Estas dos variables restantes se expresan en porcentajes.

Tercero.- POSICION FINAL FRENTE AL MERCADO DE VALORES

Es una sola variable con tres categorías:

- . No se han planteado cotizar
- . Se han planteado cotizar pero no lo hacen
- . Cotizan en el Segundo Mercado de Valores

a) VARIABLES QUE INFLUYEN EN LA OPINIÓN RESPECTO AL MERCADO DE VALORES¹⁶⁹.

- **EDAD** (Ver cuadro 1). Esta variable no presenta diferencias significativas al cruzarla con los ítems y factores seleccionados. Ello podría ser el resultado del esfuerzo realizado por aquellas personas que han contestado el cuestionario en el sentido de plasmar en el mismo, la actitud que tendría la empresa ante determinadas circunstancias, antes que la suya propia.

- **SEXO** (Ver cuadro 2). En este caso la variable tampoco presenta ninguna diferencia significativa. El motivo hay que encontrarlo en la gran diferencia de grupos, 71 varones y 4 mujeres.

- **FORMACION** (Ver cuadro 3). En este punto aparecen diferencias significativas. De los que tienen una formación más completa -Master-, el 50% se ha planteado salir a cotizar en un mercado. Podría pensarse que los profesionales más cualificados estarán al frente de empresas más importantes, y en éstas se valorarán de forma más acusada las ventajas financieras derivadas de los mercados de valores. Mayoritariamente encuentran la Bolsa más adecuada, de hecho el 2o. mercado ni lo contemplan como posibilidad. Por el contrario, aquellos que han realizado Cursos de Dirección (no se les supone una una formación muy teórica) encuentran más adecuado utilizar los segundos mercados. Los Universitarios se inclinan más por el primer mercado pero también admiten en ocasiones la bondad del segundo

¹⁶⁹Ver Anexo no. 4, Volumen II (EMV40ENQ).

mercados, es decir, reparten sus preferencias entre ambos mercados aunque con una inclinación mayor a encontrar más adecuada la Bolsa.

No obstante todo lo dicho, es preciso subrayar que el número de Master es muy reducido (sólo cuatro) mientras que el grupo de Universitarios son de 58 de un total de 76.

- ¿ES ACCIONISTA? (Ver cuadro 4). Al cotejar esta variable con las restantes seleccionadas y los factores se observa que, la categoría personal de los sujetos que han contestado el cuestionario respecto a la pregunta que hace referencia a "que un tipo de normativa fiscal pueda estimular en mayor o menor medida a los empresarios a entrar a cotizar en un mercado de valores organizado", presenta diferencias significativas en cuanto a la actitud de los accionistas y los técnicos. Los primeros, por propia implicación personal están mucho más sensibilizados a tener en cuenta las ventajas fiscales que pueden derivarse de cotizar en un mercado de valores, especialmente, a la hora de vender derechos de suscripción mientras que a los que no poseen títulos de la sociedad no se sienten afectados personalmente por tal disposición. No obstante, la empresa, como tenedora de títulos en cartera propios o de otras sociedades puede también beneficiarse de la misma disposición fiscal y desde esta vertiente también deberían valorarlo los responsables no accionistas.

De todos los factores reseñados sólo se produce una correlación efectiva con el Factor 3 que engloba un conjunto de variables financieras. Mientras que los accionistas si consideran muy positivamente a los mercados financieros como posible fuente de ventajas financieras, los que no lo son no la consideran como tal.

Finalmente existe una relación entre las características del sujeto que responde la encuesta (que no está cotizando ahora en mercados de valores) y su inclinación por el primer o segundo mercados. El 62% de los accionistas opinan que el segundo mercado es el más adecuado para sus empresas mientras que el 19% se inclina por el primer mercado; contrariamente el 51% de los no accionistas, quizás por un mayor conocimiento del tema opinan que, para las empresas que gestionan es mejor el primer mercado y sólo un 19% encuentra más adecuado el segundo.

De entre todas las diferencias significativas presentadas, aquellas que se refieren a la problemática fiscal y a la adecuación de los tipos de mercados de valores tienen un mayor grado de significación.

- **SECTOR** (Ver cuadro 5). No se observan correlaciones mencionables de esta variable respecto al resto, y la población se reparte de la siguiente manera:

- 1 Sector Primario
- 50 Sector Secundario
- 25 Sector Terciario

Sin embargo destacamos que aparecen diferencias bastante significativas cuando trata del planteamiento que se han hecho los responsables de las sociedades respecto a pensar en sacarlas a cotizar o no. Del subgrupo de compañías encuestadas que no están en mercados de valores, las pertenecientes al sector I (una) no se han planteado nunca entrar a cotizar en un mercado de valores, mientras que el 39% del sector II si lo ha hecho y el 11% del sector III también.

- **COMPARACION GRUPOS DE C.N.A.E.** (Ver cuadro 6). Aparecen diferencias significativas en el ítem E5 (estímulo por transparencia informativa); las posiciones más favorables se encuentran en los subsectores siguientes:

- 3 Industrias transformadoras de metales (18%).
- 5 Construcción (sólo una empresa).
- 8 Servicios (11%).

También aparecen diferencias significativas respecto al Factor 4 (Inconvenientes de dar información a terceros): En este caso los subsectores que lo consideran menos negativo son:

- 1 Energía y agua (sólo una empresa).
- 5 Construcción (sólo una empresa).
- 2 Industria transformadora de minerales no energéticos e Industria química(11%).
- 8 Servicios (11%).

Los que realmente consideran tal circunstancia un gran inconveniente son los subsectores 6 (Comercio/Hostelería/Reparaciones) y 7 (Transportes y comunicaciones).

Por lo que respecta al planteamiento de entrar a cotizar en un mercado de valores (aquellas empresas que no lo están haciendo). El hecho que consideramos más remarcable es que entre el 40 y el 50% de las empresas pertenecientes a los siguientes subsectores:

- 3 (Industrias transformadoras de metales);
- 4 (Industria alimentaria y otras industrias manufactureras) y
- 8 (Servicios),

han tomado en consideración salir a cotizar en un mercado de valores. El 50% de las empresas del subsector 3 considera más adecuado el segundo mercado mientras que el 42% prefieren la Bolsa; el 63% de las compañías del subsector 4 opinan que es más adecuado el primer mercado y sólo el 21% encuentra más idóneo el segundo; para las sociedades del subsector Servicios parece únicamente adecuado el primer mercado.

Curiosamente, compañías pertenecientes a otros subsectores que nunca se habían planteado cotizar en mercados de valores muestran sus preferencias por uno u otro mercado; así, el 38% de las empresas pertenecientes al subsector 2 que han colaborado en la encuesta prefieren, por sus características, el segundo mercado de valores y ninguna el primero; también el 64% de las sociedades que se encuadran en el subsector 6 se inclinan por el segundo mercado mientras que por la Bolsa lo hace únicamente el 7%; las que pertenecen al subsector 7 apuestan en su totalidad por el primer mercado, no obstante advertimos que de este grupo sólo disponemos de respuestas válidas de dos sociedades.

Antes de finalizar el análisis de este apartado, debemos mencionar que el grado de significación de las variables es importante.

- **VENTAS** (Ver cuadro 7). Las sociedades con menor cifra de ingresos son las que conocen mejor los Segundos Mercados y también las que más valoran tanto el Factor 1, que definimos como "Ventajas para los accionistas" (permitir fácil salida de socios; resolver problemas de sucesión; patrimonio más realizable; diversificar riesgos; establecer precio de acciones), como el Factor 4 "Inconveniente: Información a terceros" (control fiscal;

transparencia informativa; necesidad de noticias favorables; control de los administradores por los accionistas).

De este segmento de compañías (de reducidos ingresos por ventas) que aún no cotizan, el 53% consideran que el Segundo Mercado de valores es el más adecuado para ellas y sólo el 19% considera mejor la Bolsa; el 65% de las sociedades que se encuentran en un estadio intermedio respecto a la obtención de ingresos se inclinan por el primer mercado y también lo prefieren las empresas con mayor nivel de ingresos (lo cual parece muy razonable, ya que tal circunstancia normalmente se acompaña de una dimensión empresarial importante).

Destacamos que, si respecto al grado de conocimiento y a los factores, las diferencias significativas no son muy importantes, si lo son al decidir el mercado más adecuado.

- **NUMERO TOTAL DE TRABAJADORES** (Ver cuadro 8). El número de trabajadores empleados se ha separado en cuatro grupos, para establecer, en cierta medida, distintas dimensiones de empresas.

Efectuada la correlación entre las distintas variables no encontramos diferencias significativas destacables.

- **¿FORMA PARTE DE UN GRUPO?** (Ver cuadro 9). Al cruzar esta variable independiente con todas las dependientes, observamos diferencias significativas importantes en lo referente a:

- E5 "estímulo por transparencia informativa" en el sentido de que aquellos responsables de empresas pertenecientes a grupos opinan que la obligatoriedad de hacer pública la información financiera de sus compañías, por otras causas, les incitaría más a cotizar en mercados de valores, que los gestores de empresas que no forman parte de una grupo.

Tal vez, la justificación de esta actitud, la podríamos encontrar en el hecho de que, cuando las empresas pertenecen a grupos, éstos generalmente son de carácter multinacional y quizás el grupo (o empresas dominantes) están más acostumbrados a someterse a normativas duras respecto a transparencia; de manera que, una vez asumida la obligatoriedad de publicar sus estados contables, las empresas se pueden plantear el aprovecharse de las ventajas que ofrecen los mercados de valores.

- La otra diferencia significativa y todavía más relevante que la anterior es que, mientras el 55% de los responsables de empresas pertenecientes a un grupo consideran más idóneo para tales sociedades la cotización en el primer mercado, el 55% de los que no forman parte de conglomerados empresariales coinciden en afirmar que el segundo mercado sería mejor (todo ello referido a empresas que no cotizan).

La causa de tal opinión podría estar en el hecho de que las empresas que pertenecen a grupos hacen suyo el potencial del grupo, y cuya actitud se podría reforzar si se acompaña en algún caso por el hecho de que las empresas matrices u otras filiales coticen en alguna Bolsa.

- **PORCENTAJE DE AUTOFINANCIACION PARA NUEVOS PROYECTOS** (Ver cuadro 10). Para facilitar la comparación se han agrupado los porcentajes de autofinanciación en cuatro grupos limitados por los porcentajes 25%, 50%, 75% y 100%. En esta relación ha aparecido un factor con diferencias a mencionar:

- El Factor 3 "Ventajas financieras", tiene una diferencia significativa de gran relevancia y se constata, que aquellas empresas que destinan -vía autofinanciación- entre el 25 y el 50% a nuevos proyectos son las que más consideran las ventajas financieras que facilitan los mercados de valores.

- **PORCENTAJE DE AUTOFINANCIACION PARA CIRCULANTE** (Ver cuadro 11). Como en el caso anterior, los que destinan menos del 25% de los recursos a financiar sus necesidades de circulante, son más sensibles a las "ventajas financieras" que el resto de grupos que se autofinancian en mayor cuantía.

Uno de los motivos de que exista tal preocupación, puede ser la necesidad que tienen las empresas de aparecer como entidades sólidas y sanas a la hora de conseguir financiación ajena.

Se cuenta con cierto grado de significación que en parte reafirma el resultado obtenido en el ítem anterior, respecto a que las empresas que más valoran las ventajas derivadas de cotizar en mercados de valores son aquellas que destinan del 51 al 75% de sus recursos a la autofinanciación, ya sea para inversión propiamente dicha o, como en este caso, para el circulante habitual.

El mismo grupo es el que mayoritariamente se ha planteado la posibilidad de cotizar en algún mercado de valores.

- ¿HA EFECTUADO AMPLIACION DE CAPITAL EN LOS ULTIMOS TRES AÑOS? (Ver cuadro 12). Al relacionar las variables objeto de estudio se observan diferencias significativas con los Factores 3 (Ventajas financieras) y 4 (Inconveniente: Información a terceros).

En el primer caso se comprueba que aquellas empresas que han realizado últimamente ampliaciones de capital son más sensibles a las ventajas financieras que puede aportar el mercado de valores que las que no hecho. En el segundo caso que se refiere a los inconvenientes derivados de la transparencia y fiscalidad; a las empresas que sí han efectuado ampliaciones recientemente no les preocupa el fenómeno fiscal que puede derivarse de una mayor transparencia, no obstante las que no han ampliado su capital en los últimos años, valoran tal inconveniente de forma muy negativa.

Se observa que, en número, las empresas que defienden una posición u otra son iguales.

- ¿TIENE PREVISTOS PLANES DE INVERSION? (Ver cuadro 13). En este caso se observa que existe una correlación con el ítem E5 relativo al estímulo a entrar en mercados de valores consecuencia de la previa obligatoriedad, por imperativo legal --que nada tienen que ver con la entrada a cotizar-- de hacer públicos los estados financieros.

Curiosamente, las empresas que no tienen previstos planes de inversión a corto plazo se sentirían más animadas a entrar a cotizar que las que sí preven planes de inversión futuros. No obstante la mayoría de empresas si tiene previsto acometer planes de inversión.

- **NUMERO DE ACCIONISTAS QUE REPRESENTAN EL 60% DEL CAPITAL** (Ver cuadro 14). La muestra estudiada ha puesto en evidencia un alto grado de concentración del capital. Más del 51% de empresas estudiadas tiene sólo un accionista y 88% de la muestra no supera los 5 accionistas.

De la contrastación de variables se desprende que cuanto menor es el número de accionistas, más dicen conocer el primer mercado.

Sin embargo los que valoran más positivamente las ventajas financiera que pueden ofrecer estos mercados, son los que tienen de 2 a 5 accionistas.

- **POSICION ANTE EL MERCADO DE VALORES** (Ver cuadro 15). En este apartado se resume succintamente las significada relación que puede tener esta variable con las correlacionadas y resulta ser:

- Con variable E2, E5, E6 y Factor 4. (se verá con mayor detalle al desarrollarlo independientemente en el punto (b).).

- **¿SE HA PLANTEADO EN ALGUNA OCASION SACAR A COTIZAR SU EMPRESA EN ALGUN MERCADO DE VALORES?** (Ver cuadros 1 al 14). Al correlacionar esta variable con las restantes

estudiadas se ha puesto en evidencia importantes diferencias significativas que a continuación se detallan:

- Respecto a E5 "Estímulo por transparencia informativa" se constata que aquellas de las empresas encuestadas que habían contemplado tal opción admiten que, si por otros motivos se vieran obligados a publicar sus estados financieros, tendrían mayores probabilidades de entrar a cotizar en un mercado de valores, ya que una de las barreras fundamentales para hacerlo, habría desaparecido.
- Por lo que se refiere a E6 "Estímulos por aspectos fiscales", el razonamiento sigue la misma tendencia que el ítem anterior, es decir que cuando los responsables de una sociedad han pensado sacarla a cotizar, cualquier estímulo exterior animará positivamente la potencial tentativa.
- También es relevante la diferencia existentes con variable con el Factor 4, esas mismas empresas encuentran inconvenientes de tipo fiscal y de información, básicos en el mercado financiero.

- **¿CUAL DE LOS DOS MERCADOS (BOLSA O SEGUNDO MERCADO) SERIA EL MAS ADECUADO PARA SU EMPRESA?** (Ver cuadro 15). El único elemento que presenta diferencias significativas se obtiene de la correlación entre el ítem y la decisión de uno u otro mercado y es E1 que analiza el grado de conocimiento del primer mercado. A la vista de los cálculos pertinente se observa que aquellos que conocen la Bolsa, la consideran más adecuada que el Segundo Mercado.

Item: EDAD

Concepto	H 35	36-45	46 o +	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado E5 Estímulo por transparencia informativa E6 Estímulos por aspectos fiscales Fac.1 Ventajas para los accionistas Fac.2 Ventajas de cotización Fac.3 Ventajas financieras Fac.4 Inconvenientes: Información a terceros Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados) Empresas que no cotizan: % SI se han planteado cotizar en algún M.V. % Adecuación 1er. mercado % Adecuación 2o. mercado	19	27	29	
Número				

Cuadro no. 1

Item: SEXO

Concepto	H	M	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado E5 Estimulo por transparencia informativa E6 Estimulos por aspectos fiscales Fac.1 Ventajas para los accionistas Fac.2 Ventajas de cotización Fac.3 Ventajas financieras Fac.4 Inconvenientes: Información a terceros Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de ter- ceros (OPA'S/Accionistas no deseados) <u>Empresas que no cotizan:</u> % SI se han planteado cotizar en algún M.V. % Adecuación 1er. mercado % Adecuación 2o. mercado Número	71	4	

Cuadro no. 2

Item: FORMACION

Concepto	Univer	Master	C Dire	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado				
E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado				
E5 Estímulo por transparencia informativa				
E6 Estímulos por aspectos fiscales				
Fac.1 Ventajas para los accionistas				
Fac.2 Ventajas de cotización				
Fac.3 Ventajas financieras				
Fac.4 Inconvenientes: Información a terceros				
Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados)				
Empresas que no cotizan:	26	50	67	.09
% SI se han planteado cotizar en algún M.V.	44	75	14	.02
% Adecuación 1er. mercado	28	0	86	"
% Adecuación 2o. mercado				
Número	58	4	10	

Cuadro no. 3

Item: ¿ES ACCIONISTA?

Concepto	SI	NO	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado			
E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado			
E5 Estimulo por transparencia informativa	3,86	2,83	.006
E6 Estimulos por aspectos fiscales			
Fac.1 Ventajas para los accionistas			
Fac.2 Ventajas de cotización			
Fac.3 Ventajas financieras	.33	-.15	.06
Fac.4 Inconvenientes: Información a terceros			
Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados)			
<u>Empresas que no cotizan:</u>			
% Adecuación 1er. mercado	19	51	.006
% Adecuación 2o. mercado	62	19	"
Número	23	52	

Cuadro no. 4

Item: SECTOR

Concepto	I	II	III	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado				
E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado				
E5 Estímulo por transparencia informativa				
E6 Estímulos por aspectos fiscales				
Fac.1 Ventajas para los accionistas				
Fac.2 Ventajas de cotización				
Fac.3 Ventajas financieras				
Fac.4 Inconvenientes: Información a terceros				
Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados)				
<u>Empresas que no cotizan:</u>				
% SI se han planteado cotizar en algún M.V.	0	39	11	.08
% Adecuación 1er. mercado				
% Adecuación 2o. mercado				
Número	1	50	25	

Cuadro no. 5

Item: COMPARACION GRUPOS DE C.N.A.E.

Concepto	1	2	3	4	5	6	7	8	9	Signif
E1										
E2										
E5	3,-	2,37	4,-	3,19	5,-	3,31	2,50	4,25		.09
E6										
Fac.1										
Fac.2										
Fac.3										
Fac.4	-1.55	-.37	-.15	.11	-1.75	.59	.18	-.37	-.18	.09
Fac.5										
Empresas no cotiz										
& SI MV	0	0	42	50	0	0	0	40		.04
& 1er.M	0	0	42	63	0	7	100	71		.001
& 2o. M	0	38	50	21	0	64	0	0		"
Número	1	8	14	27	1	14	2	8	1	

Cuadro no. 6

Item: VENTAS AÑO 1987 (en miles de millones)?

Concepto	2.-5.	5.-10.	+ 10.	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado				
E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado				
E5 Estímulo por transparencia informativa	3,43	2,96	2,36	.03
E6 Estímulos por aspectos fiscales				
Fac.1 Ventajas para los accionistas				
Fac.2 Ventajas de cotización				
Fac.3 Ventajas financieras				
Fac.4 Inconvenientes: Información a terceros				
Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados)				
Empresas que no cotizan:				
% SI se han planteado cotizar en algún M.V.	19	65	50	
% Adecuación 1er. mercado	53	17	14	
% Adecuación 2o. mercado				
Número	39	23	14	

Cuadro no. 7

Item: NUMERO TOTAL DE TRABAJADORES

Concepto	H 100	100-200	201-500	+ 500	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado					
E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado					
E5 Estímulo por transparencia informativa					
E6 Estímulos por aspectos fiscales					
Fac.1 Ventajas para los accionistas					
Fac.2 Ventajas de cotización					
Fac.3 Ventajas financieras					
Fac.4 Inconvenientes: Información a tercero					
Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados)					
<u>Empresas que no cotizan:</u>					
% Adecuación 1er. mercado					
% Adecuación 2o. mercado					
Número	22	16	21	16	

Cuadro no. 8

Item: ¿FORMA PARTE DE UN GRUPO?

Concepto	SI	NO	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado			
E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado			
E5 Estímulo por transparencia informativa	3,68	3,09	.08
E6 Estímulos por aspectos fiscales			
Fac.1 Ventajas para los accionistas			
Fac.2 Ventajas de cotización			
Fac.3 Ventajas financieras			
Fac.4 Inconvenientes: Información a terceros			
Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados)			
<u>Empresas que no cotizan:</u>			
% Adecuación 1er. mercado	55	23	.002
% Adecuación 2o. mercado	16	55	"
Número	40	36	

Cuadro no. 9

Item: PORCENTAJE DE AUTOFINANCIACION PARA NUEVOS PROYECTOS

Concepto	H 25%	26-50%	51-75%	+ 75%	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado					
E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado					
E5 Estimulo por transparencia informativa					
E6 Estimulos por aspectos fiscales					
Fac.1 Ventajas para los accionistas					
Fac.2 Ventajas de cotización					
Fac.3 Ventajas financieras	.14	.57	-.11	-.46	.008
Fac.4 Inconvenientes: Información a tercero					
Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados)					
Empresas que no cotizan:					
% SI se han planteado cotizar en algún M.V.					
% Adecuación 1er. mercado					
% Adecuación 2o. mercado					
Número	20	18	13	25	

Cuadro no. 10

Item: PORCENTAJE DE AUTOFINANCIACION PARA CIRCULANTE

Concepto	H 25%	26-50%	51-75%	+ 75%	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado					
E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado					
E5 Estímulo por transparencia informativa					
E6 Estímulos por aspectos fiscales					
Fac.1 Ventajas para los accionistas					
Fac.2 Ventajas de cotización					
Fac.3 Ventajas financieras	.59	-.04	-.13	-.17	.10
Fac.4 Inconvenientes: Información a tercero					
Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados)					
Empresas que no cotizan:					
& SI se han planteado cotizar en algún M.V.	25	0	55	32	.07
& Adecuación 1er. mercado					
& Adecuación 2o. mercado					
Número	14	13	12	37	

Cuadro no. 11

Item: AMPLIACION DE CAPITAL EN LOS ULTIMOS TRES AÑOS

Concepto	SI	NO	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado			
E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado			
E5 Estimulo por transparencia informativa			
E6 Estimulos por aspectos fiscales			
Fac.1 Ventajas para los accionistas			
Fac.2 Ventajas de cotización			
Fac.3 Ventajas financieras	.18	-.16	.15
Fac.4 Inconvenientes: Información a terceros	-.28	.35	.01
Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados)			
<u>Empresas que no cotizan:</u>			
% Adecuación 1er. mercado			
% Adecuación 2o. mercado			
Número	33	33	

Cuadro no. 12

Item: ¿TIENE PREVISTOS PLANES DE INVERSION?

Concepto	SI	NO	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado			
E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado			
E5 Estímulo por transparencia informativa	3,26	5,20	.003
E6 Estímulos por aspectos fiscales			
Fac.1 Ventajas para los accionistas			
Fac.2 Ventajas de cotización			
Fac.3 Ventajas financieras			
Fac.4 Inconvenientes: Información a terceros			
Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados)			
<u>Empresas que no cotizan:</u>			
% Adecuación 1er. mercado			
% Adecuación 2o. mercado			
Número	69	5	

Cuadro no. 13

Item: NUMERO DE ACCIONISTAS QUE REPRESENTAN EL 60% DEL CAPITAL

Concepto	1	2-5	6 0 +	Signif
E1 Grado de conocimiento del 1er. mercado	4,21	3,96	2,67	.07
E2 Grado de conocimiento del 2o. mercado				
E5 Estímulo por transparencia informativa				
E6 Estímulos por aspectos fiscales				
Fac.1 Ventajas para los accionistas	-.15	.25	-.88	.08
Fac.2 Ventajas de cotización				
Fac.3 Ventajas financieras				
Fac.4 Inconvenientes: Información a terceros				
Fac.5 Inconvenientes: Temor ante acciones de terceros (OPA'S/Accionistas no deseados)				
Empresas que no cotizan:				
% SI se han planteado cotizar en algún M.V.				
% Adecuación 1er. mercado				
% Adecuación 2o. mercado				
Número	39	28	3	

Cuadro no. 14

SINTESIS COMPARACION GRUPOS

V A R I A B L E S I N D E P E N D I E N T E S															
Concepto	Edad	Sexo	Formac.	Accio- nista?	Sector	C.N.A.E	Ventas	Número Trabaj.	Grupo ?	Autofin NP	Autofin Circul. Cap.3a.	Planes Invers.	N. acc. 60% Cap	Posici. M.V.	1er. 6 2o.
E1													.07		.08
E2						.03								.002	
E5						.09			.08			.003		.009	
E6				.006										.02	
Fac.1													.08		
Fac.2															
Fac.3				.06						.008	.10				
Fac.4						.09	.05							.03	
Fac.5															
Posición frente a M.V.			.04			.03	.06				.07				
1o./2o.			.02	.006		.001	.03		.002						

b) Influencia de la opinión respecto a la posición final frente al mercado de valores¹⁶⁹.

A continuación realizaremos un breve análisis de la influencia que puede tener el cotizar en un mercado o no hacerlo (con las salvedades de si no se ha planteado cotizar o si se lo ha planteado) en las preguntas de opinión y Factores en los que se produzcan diferencias significativas.

Para seguir con mayor comodidad el comentario se resumen en el siguiente cuadro todos los ítems y Factores que están preferentemente afectados por tal influencia:

¹⁶⁹Ver Anexo no. 4, Volumen II (EMV12ENQ y EMV41ENQ).

POSICION FRENTE AL MERCADO DE VALORES

Concep.	¿Se ha plant. cotiz.?		Cotiza	Signif.
	NO	SI		
B01	4,36	5,05	3,57	.098
B05	3,54	3,68	5,5	.057
B06	4,18	5,-	2,83	.019
B09	3,85	4,72	3,14	.059
B11	3,49	4,79	4,17	.053
B12	3,51	4,84	3,5	.045
C4	4,26	4,56	2,33	.014
D05	4,09	4,37	2,5	.013
D09	4,55	5,05	2,29	.0001
D10	4,15	4,78	3,6	.015
D14	3,88	3,16	3,86	.059
D19	4,09	5,16	5,57	.005
D20	3,88	3,16	4,43	.014
D22	3,78	4,44	4,8	.082
D27	4,98	5,68	5,4	.033
E2	3,02	2,79	4,83	.002
E5	3,07	4,-	4,6	.009
E6	2,86	3,89	4,-	.022
Fac.4	-.039	.352	-.857	.026
Num.	42	19	7	

- **CAPACIDAD DE OBTENER RECURSOS PROPIOS (B01).** Se observan diferencias importantes entre lo que opinan los responsables de empresas que ya cotizan en el Segundo Mercado y los que se han planteado entrar a cotizar en un mercado de valores. Los primeros no lo consideran una ventaja mientras que los segundos ven en ello unas expectativas muy prometedoras.

- **ESTABLECIMIENTO DEL PRECIO DE LAS ACCIONES (B05).** Al estudiar la influencia de la posición de la empresa ante el mercado de valores y su relación con el precio de

las acciones se constata que los que ya cotizan valoran esta posibilidad mucho más que los restantes.

- **OBTENCION DE LIQUIDEZ (B06)**. En este caso, el mejor conocimiento acerca de la realidad que estudiamos incide de manera relevante en las respuestas. Aquellos que están en este mercado, han comprobado por propia experiencia que la liquidez no es precisamente una característica muy destacable (al menos en el segundo Mercado) mientras que los que se han planteado entrar a cotizar en un mercado de valores (no hacemos la distinción entre primero y segundo) creen en tal ventaja.

- **PATRIMONIO MAS REALIZABLE (B09)**. En esta pregunta se observan grandes similitudes con la anterior; mientras los que ya cotizan valoran muy poco la mencionada "ventaja" aquellos que se han planteado cotizar, y aún lo que nunca lo han hecho, le otorgan gran confianza en lo relativo a la mayor realización del patrimonio.

- **RESOLVER PROBLEMAS DE SUCESION (B11)**. Aquí no se producen diferencias acusadas ante la opinión de los tres grupos de sujetos; aunque los que se han planteado cotizar muestran una actitud más optimista que el resto, circunstancia que se viene repitiendo, y es aquí más moderada.

- **SALIDA DE SOCIOS SIN PROBLEMAS PARA LA EMPRESA (B12)**. También en este caso los más cautelosos son los que se supone que conocen mejor el mercado por estar en él.

- **NECESIDAD DE PRESENTAR NOTICIAS FAVORABLES (C4).**

Para los que no cotizan (se hayan planteado o no hacerlo) el tener que presentar información favorable representa un inconveniente mientras que para los que están en el mercado de valores no reviste importancia. De hecho, cuando las empresas entran en la vida pública de la mano de los mercados de valores, la información acerca de los logros y vicisitudes que soportan suele fluir con mayor facilidad de la que se le supone.

- **LA SALIDA A COTIZAR PUEDE OCASIONAR PROBLEMAS FISCALES A LOS ANTIGUOS ACCIONISTAS (D05).**

En este caso los que ya están en el mercado de valores son los que restan importancia a tal evento, mientras que el probablemente poco conocimiento de los otros grupos hace que éstos lo consideren un problema relativamente importante.

- **TIPO DE CAMBIO DE LAS ACCIONES VERSUS VALOR CONTABLE (D09).**

Aquí las discrepancias entre los tres grupos son muy significativas. Los que cotizan en el segundo mercado no están de acuerdo en admitir que el tipo de cambio de las acciones es superior a su valor contable --tal postura es perfectamente admisible y como ya dijimos al describir la opinión, el tipo de cambio está sujeto a avatares diversos en los que un elemento a considerar, pero no el único, es el valor contable de los títulos; por tanto, el tipo puede colocarse por encima o por debajo de su valor contable aunque si tenemos en cuenta que la situación real de la empresa es un dato objetivo, a la larga, la cotización tiende a reflejarla--. Del grupo de los que no están en el mercado, los que más confiados están en la probablemente engañosa afirmación son los que se han planteado entrar a cotizar.

- **SOBRE LA EXISTENCIA DE EMPRESAS "RATING" (D10).** Con anterioridad, mencionamos que tales empresas son muy poco conocidas en nuestro país; por tanto las diferencias que aparecen en los tres grupos con valoraciones en todos los casos cercana al 4 siguen ratificando el desconocimiento.

- **VENTAJAS PARECIDAS EN LOS DOS MERCADOS DE VALORES (D14).** Advertimos que las opiniones de los tres grupos respecto a esta afirmación son coincidentes y muestran un cierto desacuerdo, no obstante se sitúan, aunque por debajo, en valores próximos al 4.

- **LOS INVERSORES DESCONOCEN LA EXISTENCIA DEL SEGUNDO MERCADO (D19).** El resultado obtenido en esta pregunta confirma una de las hipótesis sostenidas en el presente estudio que se refiere al profundo desconocimiento de este importante subsector financiero de la economía por parte de la propia comunidad empresarial. Tanto las que cotizan como las que se han planteado hacerlo coinciden en admitir que efectivamente existe ignorancia en tales aspectos.

- **ES PRESTIGIOSO COTIZAR EN EL SEGUNDO MERCADO (D20).** Las que cotizan en él lo encuentran prestigioso, claro que reconocer lo contrario no dejaría de ser un cierto contrasentido; del grupo de empresas que no cotizan, las que nunca se han planteado hacerlo lo consideran más prestigioso que las otras.

- **ACERCA DEL ENCARECIMIENTO DE LAS OPERACIONES TRAS LA REFORMA DEL MERCADO DE VALORES (D22).** Las que más consideran que tal hecho se va a producir son las sociedades

que ya están cotizando. La causa puede estar en la fundada creencia de que las transacciones de menor importancia a soportarán un coste relativamente superior que las de mayor volumen y dada la dimensión del mercado en que tales empresas están localizadas, el tema puede afectarlas.

- **SOBRE LA NECESIDAD DE QUE EXISTAN EN NUESTRA COMUNIDAD MAS SOCIEDADES DE CAPITAL RIESGO (D27).** Los tres colectivos coinciden en la importancia de tal afirmación, especialmente las empresas que se han planteado cotizar en un mercado de valores.

- **CONOCIMIENTO DEL SEGUNDO MERCADO DE VALORES (E2).** Efectivamente, quienes lo conocen mejor son las empresas que cotizan en él. De los restantes grupos los que demuestran mayor desconocimiento son los que se han planteado cotizar en un mercado de valores, lo cual nos podría llevar a intuir que, muchas de las empresas que se han planteado cotizar quizás estaban pensando en el primer mercado, mucho más conocido.

- **ACERCA DEL POSIBLE ESTIMULO A ENTRAR A COTIZAR CUANDO LA TRANSPARENCIA ES OBLIGATORIA (E5).** Los más sensibles ante tal motivación son los que ya están en el mercado y los que se han planteado cotizar, los restantes no se muestran afectados por ello.

- **CUANDO EL ESTIMULO ES DE INDOLE FISCAL (E6).** Mientras los que cotizan o se han planteado hacerlo se sienten estimulados ante tal perspectiva, los que nunca se han planteado entrar a cotizar no están en absoluto motivados.

- **FACTOR 4 QUE AGRUPA INCONVENIENTES DE TENER QUE DAR INFORMACION A TERCEROS.** Para los que están en el mercado no es un inconveniente puesto que ya lo han asumido y entra dentro de la actividad normal de la empresa, los que se han planteado entrar a cotizar lo encuentran un factor muy negativo.

c) Características objetivas y posición final frente al Mercado de Valores¹⁷⁰

Respecto a este punto final se han encontrado diferencias significativas en las variables siguientes:

- C.N.A.E.
- Formación.
- % de Circulante por Autofinanciación.
- Ventas.

Para analizar tales diferencias se han confeccionado los cuadros resumen que se presentan a continuación. Como todos los que hemos venido realizando, únicamente muestran los hechos especialmente significativos, despreciando el resto.

Variable: C.N.A.E.

SECTOR	NO se ha planteado cotizar		SI se ha planteado cotizar		Cotiza	
	N	%	N	%	N	%
1	1	100				
2	7	100				
3	7	50	5	36	2	14
4	12	44	12	45	3	11
5	1	100				
6	11	100				
7	2	100				
8	3	50	2	33	1	17
9					1	100
Total	44	-	19	-	7	-

¹⁷⁰Ver Anexo no. 4, Volumen II (EMV41ENQ)

La diferencia significativa es importante (.03).

Se observa que aquellas empresas que están incluidas en los subsectores 3 y 4 (Industrias transformadoras) y en 8 y 9 (Servicios) son las más proclives a plantearse cotizar y ha hacerlo. Entre todas ellas alcanzan más del 37% del total de las empresas que han cumplimentado este apartado.

Tal como comentábamos al presentar este trabajo, el tejido empresarial catalán está compuesto por un amplio abanico de sociedades industriales, especialmente transformadoras y también de sociedades de servicios. En base a ello se podría intuir un cierto futuro para este tipo de mercados.

Variable: FORMACION

TIPO	NO se ha planteado cotizar		SI se ha planteado cotizar		Cotiza	
	N	%	N	%	N	%
Univ.	37	69	13	24	4	7
Master	2	50	2	50		
C.Dir.	2	22	4	45	3	33
Total	41	-	19	-	7	-

La diferencia significativa es .04.

Por grupos, los de formación Universitaria (los más numerosos) no se han planteado excesivamente entrar a cotizar en el mercado de valores mientras que los que han realizado Cursos de dirección se encuentran más motivados.

Variable: % CIRCULANTE-AUTOFINANCIACION

TIPO	NO se ha planteado cotizar		SI se ha planteado cotizar		Cotiza	
	N	%	N	%	N	%
H 25%	9	75	3	25		
26-50%	9	90			1	10
51-75%	5	46	6	54		
+ 75%	21	57	10	27	6	16
Total	44	-	19	-	7	-

La diferencia significativa es .07.

De los cuatro grupos presentados observamos que aquellos que más se autofinancian son los más partidarios de cotizar en los mercados de valores. Tan actitud es absolutamente razonable ya que tales intermediarios financieros constituyen una alternativa adecuada a otras formas más utilizadas de financiación en el ámbito empresarial.

Variable: VENTAS

CIFRA	NO se ha planteado cotizar		SI se ha planteado cotizar		Cotiza	
	N	%	N	%	N	%
De 2000 a 5000	18	50	11	31	7	19
De 5001 a 10000	17	77	5	23		
+ 10000	9	75	3	25		
Total	44	-	19	-	7	-

La diferencia significativa es .06.

Los datos mostrados reflejan que cuanto mayor es la cifra de ventas menor es el interés de las empresas por cotizar en los mercados de valores. Tal actitud no parece tener una base suficientemente razonable, y se hace difícil intentar extrapolarla a un colectivo más amplio.

3.5 - CONCLUSIONES

El objetivo de nuestro estudio se ha centrado sobre el fenómeno de los "segundos mercados" de valores. La realidad cotidiana nos viene mostrando la escasa resonancia que los mismos han alcanzado en nuestro país. El trabajo empírico que hemos llevado a cabo ha permitido poner de manifiesto una serie de hechos objetivos, unas normas de comportamiento y unos vicios latentes que han propiciado el desarrollo logrado por estos mercados hasta hoy; siempre claro está, en nuestro entorno. Una vez finalizada esta tarea y a la vista de los resultados obtenidos, hemos podido extraer unas primeras conclusiones:

Relativas al grado de conocimiento:

I.- Los responsables de las unidades productivas revelan un deficiente conocimiento de los mercados de valores en general y muy particularmente de los "segundos mercados".

II.- Las empresas no conocen de manera fehaciente las ventajas que puede aportar el hecho de cotizar en un mercado de valores.

III.- Las empresas desconocen la existencia y objeto de ser de las empresas "rating".

IV.- En opinión de los encuestados, el funcionamiento de los mercados de valores en general es poco

conocido por el gran público y en lo que se refiere de manera especial a los "segundos mercados", nulo.

Relativas a la actitud de las empresas:

V.- Las empresas tienen gran temor a la transparencia. Dos son los motivos principales:

- Temor a un mayor control por parte de Hacienda.
- Temor a sufrir una OPA.

VI.- Algunas empresas de gran envergadura nunca se han planteado a salir a cotizar en un mercado de valores.

VII.- Los profesionales altamente cualificados a nivel académico prefieren los primeros mercados de valores.

VIII.- Los directivos que han adquirido la cualificación necesaria por la vía, siempre más larga, de la experiencia laboral, coinciden en señalar como más adecuados los "segundos mercados".

Relativas a hechos demostrables de las empresas:

IX.- Las empresas buscan en el subsector crediticio los recursos necesarios tanto para el normal desarrollo de su actividad como para acometer inversiones a medio y largo plazo.

X.- La mayoría de empresas encuestadas que estarían en condiciones de cotizar en un mercado de valores

presenta un elevado grado de concentración del capital.

XI.- Las empresas con mayor grado de concentración de capital muestran menor interés por cotizar en un mercado de valores.

XII.- La estructura financiera de las empresas referida a ingresos y pagos corrientes no puede considerarse óptima.

XIII.- Las empresas no se ayudan frecuentemente de los instrumentos adecuados, como la contabilidad, para realizar con mayor eficiencia su gestión.

Relativas al proceso de inclusión y desarrollo de los mercados:

XIV.- Las empresas consultadas encuentran inconvenientes en cumplir algunas de las condiciones que exige la cotización en los mercados de valores.

XV.- Las empresas desconfían de los beneficios que pueden obtenerse por cotizar en mercados de valores.

XVI.- Las empresas admiten que el hecho de cotizar en mercados de valores les proporciona prestigio, pero su coste es elevado.

En el apartado siguiente se incluirán estos hechos constatados a través de nuestro estudio empírico en el marco amplio de los "segundos mercados" con el fin de establecer conexiones, si ello fuera posible, entre nuestro

campo de estudio, altamente restringido y el contexto general.

TERCERA PARTE

4 - RESUMEN Y
CONCLUSIONES GENERALES

El tema objeto de nuestro estudio ha tratado de mostrar nuestro particular interés en averiguar si existe una correcta adecuación de los sistemas financieros actuales a las necesidades globales de la sociedad; es decir, si el sector financiero de la economía está en condiciones de ofrecer todas las alternativas necesarias de financiación al amplio abanico de sujetos económicos que configuran el sector productivo.

Tradicionalmente se ha venido aceptando que así ocurría y en consecuencia el sistema financiero, configurado por un determinado número de instituciones y utilizando un reducido número de instrumentos proporcionaba de manera eficiente (más para unos que para otros) los recursos financieros necesarios para el normal desarrollo de la actividad económica. No obstante en las últimas décadas las naciones se han encontrado inmersas en una corriente importante de cambios que se han producido y se siguen produciendo con gran celeridad. Estos han afectado tanto a aspectos puramente sociales como a otros particularmente económicos. En el grupo de los económicos se encuentra el sistema financiero y nuestra preocupación es constatar que continúa ofreciendo su capacidad intermediadora a todo el colectivo de la economía, especialmente haciendo hincapié en el sector empresarial.

Del conjunto de instituciones que configuran el sistema financiero hemos dedicado prácticamente nuestra exclusiva atención a los mercados de valores y hemos observado cambios importantes en su seno. En la mayoría de países desarrollados han aparecido en un período más o menos corto otros mercados de valores, los que de manera

genérica denominamos "segundos mercados". El motivo de su creación es consecuencia de los rápidos cambios que se van produciendo en la vida económica y que traen consigo nuevas necesidades de financiación que no han tenido respuesta adecuada por parte de los intermediarios tradicionales; concretamente son evidentes las lagunas en materia de financiación que ha dejado sin resolver el clásico mercado de valores.

Se ha tratado de constatar que el propio mercado generaba los instrumentos capaces de autoalimentar su actividad. Con orígenes institucionales o no, en el espectro financiero se han asentado un conjunto de intermediarios cuyo interés estriba en ofrecer a un colectivo importante de sujetos económicos --pequeñas y medianas empresas y sociedades de capital-riesgo-- alternativas de financiación a través de la cotización en mercados de valores con requisitos de admisión y permanencia más suaves que los exigidos en las tradicionales bolsas de valores.

Este fenómeno, relativamente reciente, ha tenido una respuesta desigual en los países en los cuales se ha materializado. Así, constatamos el éxito obtenido por el Over-the-Counter Market, vía NASDAQ en U.S.A (epígrafe 2.3.3.1) y la positiva evolución mostrada por los mercados británicos (epígrafe 2.3.3.2) y franceses (epígrafe 2.3.3.3); también se conoce el importante grado de desarrollo alcanzado por mercados parecidos en Alemania, Holanda o Dinamarca muy semejantes a los estudiados; sin embargo el "segundo mercado" italiano (epígrafe 2.3.3.4) no ha mantenido el entusiasmo con el que inició su andadura.

Por lo que respecta a los "segundos mercados" creados en nuestro país (epígrafes 2.4.3 y 2.4.4) su desarrollo ha sido particularmente reducido; en opinión de muchos

expertos, han nacido muertos. Tal como se ha descrito en los epígrafes mencionados, en la actualidad, existen dos clases de mercados paralelos: los oficiales, creados al amparo de una ley general y el organizado por la Bolsa de Valores de Barcelona.

En nuestra opinión este hecho puede obedecer a una serie de circunstancias que como hipótesis resumíamos en: Desconocimiento de estos mercados, tanto por sujetos activos como pasivos, quizás como consecuencia de una escasa difusión a nivel institucional (habíamos observado que en los países donde estos mercados estaban más desarrollados el esfuerzo de difusión inicial había sido importante y se seguía insistiendo en la misma dirección) y temor de las empresas a darse a conocer públicamente.

Al realizar nuestro estudio empírico incorporamos otra serie de elementos que a nuestro criterio podían tener una estrecha relación con el mayor o menor grado de aprecio de los mercados de valores en general y los "segundos mercados" en particular a fin de averiguar si las previsiones iniciales eran suficientemente correctas o si por el contrario no se cumplían, y en su lugar eran sustituidas por otras (o de cumplirse las hipótesis iniciales se acompañaban con otras nuevas). En definitiva se trataba de descubrir los puntos débiles de estos mercados.

Después de analizar la opinión mostrada por las empresas encuestadas, constatamos que evidentemente existe un deficiente conocimiento de los mercados de valores, desde la centenaria Bolsa, hasta, con mayor razón, los más modernos mercados paralelos.

Tradicionalmente los mercados de valores han sido feudo de unos pocos; grandes financieros e instituciones

han acostumbrado a ser los clientes principales y cuando, por circunstancias diversas, un sector más amplio de la población ha pretendido entrar en ellos las consabidas crisis que se han venido sufriendo de manera periódica ya se han ocupado de escarmentarlo al menos temporalmente. Así pues, los mercados de valores siguen manteniendo un cierto halo de misterio que sólo les hace útiles a los iniciados. No obstante, muchas personas mantienen hoy día parte de sus excedentes en títulos valor aunque suelen operar en estos mercados a través de grandes instituciones o intermediarios.

Lo anteriormente mencionado se refiere primordialmente a los primeros mercados, las Bolsas de Valores, cuyo origen como se sabe data de algunos cientos de años. Los "segundos mercados" en un aspecto restringido (no teniendo en cuenta las operaciones que se ha realizado, desde siempre, de mutuo acuerdo, sin mediar en ellas reglas o modos de conducta) son más modernos; han aparecido de forma más o menos esporádica con el objeto, como se ha mencionado anteriormente, de superar carencias existentes en los primeros mercados; la propia existencia de categorías distintas de mercados supone admitir que, no todas las necesidades de financiación se pueden resolver de un mismo modo y para todos los sujetos.

En nuestro país no ha sido posible constatar un grado satisfactorio de desarrollo en ninguna de las áreas que pretendían tutelar los "segundos mercados":

- **Financiación de PYMES.** La experiencia demuestra que salvo honrosas excepciones las empresas que cotizan en el Segundo Mercado de Valores de Barcelona desarrollan una actividad muy reducida --las ampliaciones de capital son pocas y la rotación de los títulos

pequeña (epígrafe 2.4.3)-- y no cumplen en demasiadas ocasiones los requisitos estipulados de la inclusión y permanencia. De hecho en este mercado cotizan un número reducido de títulos, la mayoría de los cuales pertenecen a empresas con marcado carácter familiar; esta circunstancia unida al ritmo de ampliaciones de capital observado, hace pensar que las causas de permanencia en este mismo puedan ser otras que la propia necesidad de financiación. Tal circunstancia en si misma no tiene nada de particular y no es óbice para pensar que otras muchas empresas de tamaño mediano y pequeño pudieran utilizar este mercado para los fines más típicos.

En Madrid el mercado todavía es más reducido, una empresa que con regularidad ha cotizado en él ahora pasa a cotizar en el primer mercado.

Ciertamente, no se puede obligar a las empresas que busquen sus fuentes de financiación en uno u otro lugar, pero si es preciso que, cuando aparecen soluciones alternativas a las fuentes de financiación habituales, se realice un importante esfuerzo para darlas a conocer ya que todo lo nuevo, en principio, incita a la desconfianza. De hecho, en los países donde los "segundos mercados" funcionan regularmente, las instancias públicas han dedicado --como hemos indicado anteriormente-- profusión de medios para dar a conocerlos al más amplio sector posible, especialmente a aquellos que podrían beneficiarse del mismo, las empresas. En una segunda fase los intermediarios que operan en los mercados de valores ya encontraran los inversores más adecuados para cada clase de título.

- **Sociedades de capital riesgo.** La realidad es que, en el panorama nacional existe un reducido número de

entidades de capital-riesgo, en su gran mayoría de capital público (o con participación). Esta deficiencia contribuye a restar animación a los "segundos mercados" que también fueron creados para permitir la realización de plusvalías de capitales invertidos en sociedades de capital-riesgo y que especialmente en los mercados americano y británico (mucho más en el primero) se han erigido en motor de desarrollo de los mercados paralelos.

Por lo que se refiere al temor experimentado por las **empresas de darse a conocer públicamente** y que ha desanimado en gran medida la posible entrada a cotización, se observa que, si bien la transparencia sigue siendo uno de los puntos débiles de las empresas, es decir su inconveniente más popular, cada vez más los instrumentos que tiene la autoridad pública para limitar la ocultación de parte de la actividad desarrollada por las unidades de producción son más sofisticados y paulatinamente las empresa van dejando de realizar las tradicionales prácticas de doble contabilización. Cada vez menos las empresas pueden escapar al control fiscal y en consecuencia por este camino la transparencia es un hecho.

De otra parte, la Ley 19/1989, de 25 de julio establece la obligatoriedad de hacer públicos e inscribir en el Registro Mercantil los estados contables de todas las sociedades anónimas; aquí aparece otra vía hacia la transparencia. Además, la ley fija unos requisitos mínimos para que las empresas que los cumplan puedan acogerse a una forma de presentación abreviada de sus estados contables sin otras exigencias; así, las sociedades que tengan hasta 50 trabajadores, que sus activos no superen los 230 millones de pesetas y que las ventas sean inferiores a 480

millones estarían encuadradas en la categoría anterior; al sobrepasar dos de estos mínimos las empresas vendrán obligadas a unir a sus estados contables (que no se realizarán de forma abreviada) el informe de un auditor que certifique la bondad de las cifras presentadas. De nuevo una manera más de alcanzar la transparencia informativa.

Al clásico temor de la transparencia y control fiscal ha venido recientemente a añadirse el miedo a sufrir una OPA. Así otro de los motivos que inspiran inseguridad a las empresas y que las retrae de salir a cotizar públicamente es el temor a enfrentarse a una oferta pública de compra. No todas las OPAS pretenden lo mismo ni utilizan los mismos métodos; según sea la OPA se derivarán consecuencias diversas para la sociedad. Por una parte existen las llamadas OPA's financieras en las que se pretende simplemente obtener una plusvalía importante a corto plazo, se trata de comprar una sociedad para luego conseguir la mencionada plusvalía mediante la venta de activos o troceándola; por otra parte tenemos las llamadas OPA's estratégicas que como su nombre indica encajan dentro de un plan estratégico con un enfoque a largo plazo y tienen como objetivo la compra de una cuota de mercado (cerrando una empresa que puede hacer la competencia o entrando a través de ella en el mercado) o realizar un proceso de diversificación. Del primer grupo (financieras) no existen evidencia de que se haya efectuado ninguna en el territorio nacional pero las restantes son fenómenos frecuentes en la realidad económica actual. Si la empresa sufriera una OPA del primer tipo podría resentirse al soportar una operación con un alto grado de especulación, y además perder en cierta medida su identidad; en el segundo no suele suceder que se presenten cambios importantes a no ser que haya sido expresamente adquirida para cerrarla.

Lo mencionado anteriormente suele preocupar siempre a los consejos de administración de las empresas y a todos los socios cuando éstos en número son pocos, y al cotizar en un mercado de valores la sociedad se hace más vulnerable a tales eventos. Sin embargo no debe olvidarse que la adquisición de empresas es una actividad libre y nadie puede obligar a los accionistas a actuar contra su voluntad, aunque bien es cierto que se conocen tácticas con ciertas dosis de intimidación psicológica (rumorologías más o menos intencionadas) que permiten alcanzar a las empresas que presentan la oferta de compra el resultado deseado (casi siempre).

Cuando la valoración de la empresa está correctamente reflejada a través del tipo de cambio el primer tipo de OPA's pierde sentido; en consecuencia, una buena defensa ante tales ataques sería mostrar una valoración real de la sociedad. La defensa del segundo tipo es más difícil ya que los motivos que inducen a efectuar la OPA tienen mayor trascendencia en el tiempo, y actúan al margen de los fenómenos puramente especulativos.

Otro hecho constatado ha sido la tremenda dependencia que las empresas tienen del subsector crediticio. Así, con la excepción de aquellas que cotizan en mercados de valores y que pueden, vía ampliación de capital, disminución de cartera o emisión de empréstitos a largo plazo, capturar recursos financieros a un coste menor del que normalmente pagarían al sistema bancario, el resto de unidades productivas están a merced de las políticas monetarias variables emanadas de la autoridad gubernamental, que enmarcando su actuación en amplios objetivos de interés nacional, al solventar problemas coyunturales suelen actuar muy directamente sobre el subsector crediticio y pueden llegar a estrangular el flujo de recursos financieros

a las empresas, tanto por la limitación de los mismos como por su encarecimiento o por ambos. Si la dependencia se reduce a los recursos financieros circulantes el problema no cobra la dimensión tan peligrosa como cuando el grado de dependencia incorpora inversiones a largo plazo.

Desde una óptica racional, y pensando preferentemente en las grandes inversiones y a largo plazo, puede deducirse que si las empresas no utilizan otros medios que los bancarios o sus propias reservas para acometer este tipo de inversiones el motivo podría ser el desconocimiento de fuentes de financiación alternativas, que como los "segundos mercados" permiten a empresas de pequeña dimensión a obtener --en teoría-- las mismas ventajas que las grandes empresas que cotizan en el primer mercado.

No obstante, el inversor tradicional prefiere adquirir títulos de sociedades muy conocidas, pero nada impide pensar que puedan existir inversores más o menos especializados que pudiendo conocer a fondo estas empresas encontrarán atractivo invertir en ellas no tanto para especular como para realizar inversiones a medio o largo plazo.

Hasta aquí se han presentado las conclusiones que se han contrastado con nuestras hipótesis de partida, ahora bién, a través del estudio empírico realizado han aparecido algunas circunstancias no previstas por nosotros al inicio y que creemos que pueden tener cierta relevancia en el ulterior desarrollo del mercado de valores.

Del total de las respuestas recibidas se ha constatado que un número importante de empresas tienen un alto grado de concentración de capital en muy pocas manos; este fenómeno afecta por igual a las empresas que pertenecen a

grupos económicos y a las que lo tienen vínculos de estas características.

En primer lugar destacamos que, para acceder a los mercados de valores se precisa una cierta difusión del capital; en este caso, si la concentración se mantiene no ha lugar la cotización en un mercado de valores; además se da la circunstancia que las empresas que se encuentran en tales circunstancias son las menos motivadas para aprovecharse de las ventajas que ofrecen los mercados de valores. Suponemos que tal actuación debe responder a políticas concretas no basadas precisamente en la diversificación del riesgo manteniendo el control de la sociedad.

Dentro de este nuevo grupo de hechos constatables destacamos el nulo conocimiento de las empresas "rating" por parte del colectivo de expertos financieros. En nuestra opinión estas sociedades pueden desempeñar un papel muy activo en el mercado de valores; a través de sus estudios y análisis acerca de la bondad de los títulos pueden servir de ayuda al potencial inversor, ya que por medios objetivos se le explica la combinación de riesgo-liquidez-solvencia-rentabilidad de los títulos que cotizan en los mercados de valores. Tales declaraciones suelen estimular los deseos de los inversores y les permiten asumir la cuota adecuada, en función de sus expectativas de riesgo, rentabilidad, etc.

No obstante, son muy pocas las sociedades que hoy por hoy se dedican a tales menesteres (que sean independientes, es decir que no pertenezcan a intermediarios financieros involucrados directamente en el negocio de compra y venta de títulos) y no es de extrañar que si no se está algo familiarizado con los mercados de valores se desconozca la existencia y actividad de las mismas.

En nuestra opinión y a modo de resumen, trataríamos de desmitificar los mercados de valores en general y los "segundos mercados" en particular, para acercarlos a sus potenciales usuarios. Aún conociendo las limitaciones y estrecheces de estos mercados en nuestro país, no dejan de ser una alternativa de financiación importante para un cierto sector de sociedades, muy grande en número en nuestro país y particularmente en nuestra comunidad.

Ante todo, una buena estrategia sería dar a conocer adecuadamente el producto --los "segundos mercados"-- y si éste se encuentra en condiciones de cumplir la función que tiene asignada en el mundo económico probablemente la cumplirá y se desarrollará.

Si aún con una buena campaña informativa sigue manteniendo esta debilidad latente deberemos dar la razón a quienes opinan que nació muerto.

Sin embargo, si tiene los ingredientes mínimos para desarrollarse, su existencia podría, desde el punto de vista de imagen, atemperar la pérdida de peso específico de Barcelona como plaza financiera ocurrida al instaurarse el mercado continuo, y desde el punto de vista de intermediario financiero convertirse en una alternativa real a la que poder acogerse las empresas.

Para terminar, apuntamos la posibilidad de cambiar el nombre a estos mercados, ya que ser "segundos" implica normalmente la existencia de un primero más importante.

ANEXOS

1 - BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

- ABC de la Bolsa, El. (1984) Servicio de Estudios de Banca Mas Sardá. Ediciones Alba S.A.
- Aucouturier, Thierry. (1988) "Le Second Marché". Infotec, no. 5.
- Alfano, Salvatore. (1987) Work of the dividend department. New York Institute of Finance. Prentice-Hall.
- Aletti, U. Algar, C., Coussement, A.M. y otros. (1976) Las Bolsas de Valores en el mundo. Instituto de estudios Bancarios y Financieros (I.D.E.F.). Editorial Tecniban S.A. Madrid.
- Amat, Oriol. (1987) La Bolsa. Funcionamiento y técnicas para invertir. Ediciones Deusto S.A.
- Année Boursière 1983-84-85-86-87.
- Aranda, F., Martínez, R. y Corona, J.F. (1990) El Segundo Mercado. Una fuente de financiación para la pyme. Ediciones Gestión 2000 S.A. Barcelona.
- Arrête du Ministre de l'Economie et des Finances et du Budget homologuant: Decision generale de la Commission des Opérations de Bourse portant création du Second Marché.
- Arrêtê du Ministre de l'Economie et des Finances homologuant: Reglement Général de la Compagnie des Agents de Change, Chapitre IV du Titre III (Second

Marché).

- Balley, Pierre. (1986) La Bourse: mithes et réalités. Presses Universitaires de France. París.
- Bannock, Graham (con Baxter, R.e. y Davis, Evan). (1987) The Penguin Dictionary of Economics. Penguin Books Ltd. London.
- Bannock, Graham (con Doran, Alan). (1987) Going Public. The Market Unlisted Securities. Harper & Row, London.
- Bartolomé Laborda, Rafael. (1980) La Bolsa en el mundo. Organización y funcionamiento de todas las Bolsas existentes. Ediciones Deusto S.A. Bilbao.
- Bergés Lobera, Angel. (1987) "Mercados de capitales. Nuevas formas de financiación empresarial". Revista de Economía ICE no. 643.
- Bertrán Mendizábal, Fernando. (1989) "Medidas jurídicas y preventivas ante una OPA. Opas: la conquista del poder en la empresa". Dialogos de Economía, Madrid.
- Bill, A. (1973) "93D Congress 1st Session to amend the Securities Act of 1934", 11 de Diciembre.
- Black, Robert P. (con Harless, Doris E.) (1969) "Nonbank Financial Institutions". Federal Reserve of Richmond.

- Blyn, Martin R. (con Kroos, Herman E.). (1971) A History of Financial Intermediaries. Randon House. New York.
- Brealey, Richard A. (1972) Risques et profits a la Bourse. Dunod. París.
- Brill, Daniel H. (con Ulrey, Ann P.) (1967) "The Role of Financial Intermediaries in U.S. Capital Markets". Federal Reserve Bulletin.
- Buonomo, Domenico. (1979) La reforma del mercado mobiliare. Il mercato ristretto. Diritto e Società. Liguori Editore. Napoli.
- Buonomo, Domenico. (1985) Borsa valori e mercato ristretto. Le condizioni di ammissione. Banca e Borsa.
- Calzada Terrados, Blas. (1986) "Novedades en la contratación bursátil". Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero, nos. 15/16.
- Carbonell, Joan. (1989) "El Capital Riesgo como sistema financiero de la nueva empresa". Empresa y Sociedad, no. 7.
- Carné, J., Díaz de Cerio, J., Rubio, T. y Subirá, E. (1983) El Sistema Financer. Caixa de Barcelona.
- Cera, Mario. La CONSOB. Guiffurrè Editore.
- Chevolut, Pascal. (1989) "Second Marché: des procédures d'introduction inadaptées". Le Journal des Finances, 8 avril.

- Cortés Marqués, Gabriel. (1990) Principios de Economía Política. Ariel Economía. Barcelona.
- Daigne, Jean Francois (con Joly, Xavier). (1987) Le Second Marché: un atout per l'entreprise. Les Éditions d'Organisation. París.
- Derenbourg, Michel. (1989) "La non-comunication financere". Dynasteurs (mars).
- Doran, Alan (con Bannock, Graham). (1987) Going Public. The Market Unlisted Securities. Harper & Row, London.
- Dougall, Herbert E. (1970) Capital Markets and Institutions. Englewood Cliffs, N.J. Prentice-Hall.
- Fernández Blanco, Matilde. (1988) "La financiación en Bolsa de las P.Y.M.E.". Jornadas sobre cultura de la empresa. Universidad de alicante. Alicante.
- Fondevila Roca, Eduardo. (1988) La introducción de empresas en Bolsa". Varep S.A. Barcelona.
- Galbraith, J.K. (1965) El crac del 29. Ciencias Humanas-Biblioteca Breve. Seix-Barral, S.A. Barcelona.
- Garbade, Kenneth. (1982) Securities Markets. Mc.Graw-Hill. New York.
- García-Pozuelo Bonales, Manuel. (1987) "Significado y evolución de los instrumentos de promoción industrial: El Capital Riesgo". Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero, no.

20.

- Garret Jr., Ray. (1974) "Continuity and New Challenges". News Securities and exchange Commission. Securities Regulation Institute. University of California.
- Harless, Doris E. (con Black, Robert P.) (1969) "Nonbank Financial Institutions". Federal Reserve of Richmond.
- Instruction d'aplication, en date du 4 Janvier 1983, de la Décision Générale de la commission des Opérations de Bourse portant creation du Second Marché. Articles 112 à 112-7.
- Iranzo, Juan E. (1988) "Presente y futuro de las Bolsas españolas". Papeles de Economía Española, no. 36.
- Iturralde Falcón, José Ignacio. (1983) "El Segundo Mercado en la Bolsa". Dinero, febrero/83.
- Jessup, Paul F. (con Upson, Roger B.). (1973) Returns in Over-the-Counter Stock Markets. University of Minnesota Press. Mineapolis.
- Joly, Xavier (con Daigne, Jean Francois). (1987) Le Second Marché: un atout per l'entreprise. Les Éditions d'Organisation. París.
- Journal Officiel du 5 Janvier 1983. "Textes concernant le Second Marché, documento publicado por la Commission des Opérations de Bourse.
- Julián, Jaime S. (1988) "Segundo Mercado: crónica de

una muerte anunciada". Mercados Financieros. El nuevo Lunes, 2 a 8 de Mayo.

- Kaufman, George G. (1978) El dinero, el sistema financiero y la economía. Ediciones Universidad de Navarra, S.A. Pamplona.
- Kindleberger, Charles P. (1973) The World in Depression, 1929-1939. Allen Lane. The Penguin Press.
- Kroos, Herman E. (con Blyn, Martin R.). (1971) A History of Financial Intermediaries. Randon House. New York.
- La Lettre Boursière. (1988) no. 101.
- "La legge sul mercato ristretto". Rivista delle Società, anno 22/1977.
- Liebster, Leo (con Horner, Colin). (1989) The Hamlyn Dictionary of Business Terms. The Hamlyn Publishing Group Limited.
- Loi du 3 Janvier 1983, articles 11-1 et 47.
- Marí Pellón, José. (1988) La oferta de capital riesgo (venture capital) en España en 1986. Universidad Menéndez Pelayo. Santander.
- Marmolejo Oña, Cristóbal. (1987) "El Capital Riesgo en Estados Unidos y Europa". Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero, no. 20.
- Marqués, Joaquim. (1990) "El risc és capital". Avui-

Economía, 11 de gener.

- Martínez Cerezo, Ramón. (1989) "Las Nuevas Bolsas. Hacia una ampliación del Segundo Mercado". Estrategia Financiera no. 44 y 45.
- McChesney Martin Jr., William. (1971) "The Securities Markets. A Report with Recomendations". New York Stock Exchange.
- Menanteau, Christian, Chevalier, Alain, Lefebvre, Paul y Pont Gérard. "Le Second Marché". Video: Mecanismos. Le magazine video de l'entreprise.
- Mier Méndez, Fernando. "Los segundos mercados bursátiles en España". Revista de la Economía Social, Año II, no. 4.
- Miguet, Nicolás. (1987) Bourse: comment choisir les valeurs qui gagnent. Pierre Belfond. París.
- Ministerio de Economía. (1978) "Informe de la Comisión para el estudio del Mercado de Valores". Madrid.
- Mirat, Bernard. (1977) La Bourse et ses acteurs. Dunod. París.
- Mirat, Bernard. "Le second marché sur les Bourses Francaises de Valeurs Mobiliaries". Compagnie des Agents de Change. Bolsa de Lyon.
- Néré, Jacques. (1970) 1929: Análisis y estructura de una crisis. Biblioteca Universitaria de economía. Guadiana de Publicaciones, S.A.

- Peat Marwick. (1981) "Public Sale of Securities in the United States. A guide for Foreign Bankers". Mitchell & Co. New York.
- Peat Marwick McLintock's. (1988) "USM survey". KPGM Peat Marwick McLintock. London.
- Pera i Lloveras, Jaume (con Ruiz del Portal, Francesc Xavier). (1989) "El futur de Barcelona com a plaça borsària". Nota d'Economia no. 35 (juliol). Generalitat de Catalunya. Departament d'Economia i Finances.
- Phillips, Susan M. (con Zecher, Richard J.). (1944) The SEC and the Public Interest. MIT Series on the Regulation of Economic Activity. The Massachusetts Institute of Tecnology.
- Planasdemunt Gubert, Jordi. (1980) "Una alternativa de inversión a corto plazo: el mercado de letras de la Bolsa. La Vanguardia. Barcelona, 19 de abril.
- Planasdemunt Gubert, Jordi. "El segundo Mercado" Horizonte Empresarial.
- Plaza Villasana, Luis Ma. (1987) "El segundo mercado bursátil". ICE no. 642, febrero.
- Ponencia de la Bolsa de Barcelona en la Asamblea de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores. Sao paulo, noviembre de 1982.
- Ponencia presentada por las Bolsas de Barcelona y Valencia en la XII Asamblea de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores bajo el título de: "Análisis de las medidas tendentes a aumentar la in-

versión de riesgo y sus resultados"; "Un marco para la formación del Capital de riesgo". 1985.

- Ramadier, Sylvie. (1989) "Les embouteillages du second marché". La Vie Française au 7 juillet.
- Robbins, Sidney. (1966) The Securities Markets. Operations and issues. The Free Press, Collier-Macmillan Limited. New York.
- Roldán Jiménez, Angel. (1986) "Cambios en el mercado bursátil español". Situación /3.
- Ruiz del Portal, Francesc Xavier (con Pera i Llovetras, Jaume). (1989) "El futur de Barcelona com a plaça borsària". Nota d'Economia no. 35 (juliol). Generalitat de Catalunya. Departament d'Economia i Finances.
- Sánchez Amaitrain, A. (1974) Las Bolsas; su técnica y organización; cómo operar en el mercado de valores. Ediciones Deusto. Bilbao.
- Sánchez Guilarte, Juan. (1986) "En torno a la implantación de los segundos mercados de valores en las Bolsas Oficiales de Comercio". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, no. 23, Octubre-Enero.
- Secondi, Jacques (con Vincent, Guy y Ramadier, Sylvie). (1988) "Second Marché". La Vie Française du 6 au 12 fevrier.

- Securities and Exchange Commission. (1974) "The Work of the Securities and Exchange Commission". Washington.
- Sommer Jr., A. A. (1975) "Can the SEC help Capital Markets?". News Securities and Exchange Commission. The Conference Board. New York City.
- Suárez, Andrés. (1977) Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa. Pirámide. Madrid.
- Terceiro, José B. (1988) "Estudio sobre el mercado de valores". Papeles de Economía Española, no. 36.
- Thomas, W.A. (1986) The Big Bang. Philip Allan Publishers Limited. Oxford.
- Torrente, Javier. "Los Mercados Paralelos". Boletín Financiero de la Bolsa de Barcelona.
- Torrente Fortuño, Antonio. (1988) Historia de la Bolsa de Madrid. Colegio de Agentes de Cambio y Bolsa de Madrid.
- Ulrey, Ann P. (con Brill, Daniel H.) (1967) "The Role of Financial Intermediaries in U.S. Capital Markets". Federal Reserve Bulletin.
- United States Securities and Exchange Commission. (1987) "Securities Act of 1933".
- United States Securities and Exchange Commission. (1988) "Securities Exchange Act of 1934".

- Upson, Roger B. (con Jessup, Paul F.). (1973) Returns in Over-the-Counter Stock Markets. University of Minnesota Press. Mineapolis.
- Vallvé-Ribera, Ma. Angeles. (1977) Lecturas sobre bolsa. Instituto de Estudios Fiscales. Ministerio de Hacienda.
- Varios autores. (1980) "Análisis Financiero: Nuevos productos y mercados". Papeles de Economía Española. Madrid.
- Varios autores. (1988) The IFR Financial Glossary. IFR Publishing Ltd. London.
- Vietor, Richard H.K. (1987) Wall Street and Regulation. Harvard Business School Press.
- Wilmot, Tom. (1985) Inside the Over-the-Counter Market. Woodhead-Faulkner. Cambridge.
- Zancada Peinado, Fermín. (1987) "Problemática actual del Capital Riesgo: enfoque financiero". Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero, no. 20.
- Zecher, Richard J. (con Phillips, Susan M.). (1944) The SEC and the Public Interest. MIT Series on the Regulation of Economic Activity. The Massachusetts Institute of Tecnology.

2 - ENCUESTA

LA EMPRESA CATALANA ANTE EL MERCADO DE VALORES

Este cuestionario está dirigido a los responsables de las empresas instaladas en Catalunya que por sus características de volumen e importancia podrían cotizar en alguno de los mercados de valores.

(A) - DATOS PERSONALES

- 1 - Cargo que ocupa en la empresa _____
- 2 - Tiempo que lleva ocupando este cargo en la empresa _____ años
- 3 - ¿Es accionista?: () si () no
- 4 - Edad _____ años // 5 - Sexo: () hombre () mujer // 6 - Nacionalidad _____
- 7 - Formación: () universitaria () master () cursos de dirección

OPINION ACERCA DEL MERCADO DE VALORES

(B) - Habitualmente se señalan una serie de ventajas que las empresas obtienen de su cotización en los mercados de valores. Indique en qué grado considera Ud. que los siguientes aspectos serían importantes para su empresa.

(rodee con un círculo la respuesta)

		Poco importante			Muy importante			
		1	2	3	4	5	6	7
1 - Capacidad para obtener recursos propios	1	2	3	4	5	6	7	
2 - Posibilidad de emprender nuevas inversiones	1	2	3	4	5	6	7	
3 - Menor dependencia de los bancos	1	2	3	4	5	6	7	
4 - Vinculación por participación accionarial	1	2	3	4	5	6	7	
5 - Establecimiento de un precio para las acciones con el fin de evitar conflictos de valoración entre socios	1	2	3	4	5	6	7	
6 - Obtención de liquidez por medio de las acciones	1	2	3	4	5	6	7	
7 - Aumento del PER y la liquidez de las acciones cotizadas en los mercados de capitales	1	2	3	4	5	6	7	
8 - Mayor prestigio en el mercado	1	2	3	4	5	6	7	
9 - Patrimonio más realizable	1	2	3	4	5	6	7	
10- Diversificación de los riesgos patrimoniales (cesión de parti- cipaciones minoritarias y destinar el importe obtenido a nuevas colocaciones)	1	2	3	4	5	6	7	
11- Resolver problemas de sucesión sin poner en peligro la conti- nuidad de la empresa	1	2	3	4	5	6	7	
12- Permitir la fácil salida de los socios sin que la actividad económica de la empresa se resienta	1	2	3	4	5	6	7	

(C) - En sentido opuesto también se suelen mencionar algunos inconvenientes de la cotización en los mercados bursátiles. Indique qué grado de importancia otorga Ud. a los siguientes:

	Poco importante			Muy importante			
1 - Control de la actuación de los administradores por los accionistas	1	2	3	4	5	6	7
2 - Transparencia informativa	1	2	3	4	5	6	7
3 - Control fiscal	1	2	3	4	5	6	7
4 - Necesidad de presentar noticias favorables para estimular la cotización de las acciones	1	2	3	4	5	6	7
5 - Existencia de accionistas no deseados	1	2	3	4	5	6	7
6 - Posibilidad de una O.P.A. hostil	1	2	3	4	5	6	7

(D) - A continuación encontrará una serie de frases relacionadas con los mercados de valores. Indique su grado de acuerdo o desacuerdo con cada una de ellas.

	Totalmente en desacuerdo			Totalmente de acuerdo			
1 - El mercado de valores español es muy estrecho	1	2	3	4	5	6	7
2 - El mercado de valores es rentable para las empresas	1	2	3	4	5	6	7
3 - Todas las empresas que cotizan en bolsa tienen resultados positivos	1	2	3	4	5	6	7
4 - Los mercados de valores son más adecuados para multinacionales	1	2	3	4	5	6	7
5 - La salida de las empresas a bolsa ocasiona problemas fiscales a los accionistas antiguos	1	2	3	4	5	6	7
6 - Me parece excesivo que para cotizar en Bolsa las sociedades deban tener un capital mínimo de 200 millones de pesetas	1	2	3	4	5	6	7
7 - Me parece bien que para cotizar en el Segundo Mercado se precise un capital mínimo de 25 o 50 millones de pesetas	1	2	3	4	5	6	7
8 - Cuando una empresa entra en alguno de los mercados de valores coloca rápidamente las nuevas emisiones	1	2	3	4	5	6	7
9 - El tipo de cambio de las acciones es superior a su valor contable	1	2	3	4	5	6	7
10- La existencia de empresas "rating" aumenta las transacciones de títulos valor	1	2	3	4	5	6	7
11- La instauración del Mercado Único beneficiará a Barcelona afirmando su importancia como plaza financiera	1	2	3	4	5	6	7
12- Está bien que para cotizar en el Segundo Mercado de Valores se precisen menos requisitos que para hacerlo en el primero (Bolsa de Valores)	1	2	3	4	5	6	7
13- Es muy prestigioso cotizar en bolsa	1	2	3	4	5	6	7
14- Las ventajas para la empresa son muy parecidas en los dos mercados de valores (primero y segundo mercado)	1	2	3	4	5	6	7
15- Los primeros mercados están pensados para muy grandes empresas y los segundos mercados para empresas grandes y medianas	1	2	3	4	5	6	7
16- El paso por el segundo mercado es un buen entrenamiento para entrar a cotizar en la bolsa de valores	1	2	3	4	5	6	7
17- El Segundo Mercado de Valores es poco conocido por las empresas	1	2	3	4	5	6	7

	Totalmente en desacuerdo				Totalmente de acuerdo		
18- Los inversores conocen perfectamente el primer mercado, es decir la Bolsa de Valores	1	2	3	4	5	6	7
19- Los inversores desconocen la existencia del segundo mercado	1	2	3	4	5	6	7
20- Es prestigioso cotizar en el Segundo Mercado de Valores	1	2	3	4	5	6	7
21- Las inversiones pueden ser igualmente rentables en ambos mercados	1	2	3	4	5	6	7
22- Las nuevas Sociedades y Agencias de Valores van a encarecer las operaciones del segundo mercado	1	2	3	4	5	6	7
23- La liquidez en ambos mercados es parecida	1	2	3	4	5	6	7
24- El número de transacciones es pequeño en el segundo mercado	1	2	3	4	5	6	7
25- Me parece bien que las empresas "rating" valoren y clasifiquen los títulos de las PYMES	1	2	3	4	5	6	7
26- Las empresas de capital-riesgo necesitan el segundo mercado	1	2	3	4	5	6	7
27- En Catalunya debería haber más sociedades de capital-riesgo	1	2	3	4	5	6	7
28- Cotizar en los mercados de valores permite equilibrar la estructura financiera en la relación entre recursos propios y ajenos	1	2	3	4	5	6	7
29- El segundo mercado facilita la salida de socios minoritarios	1	2	3	4	5	6	7

(E)

	Poco				Mucho		
1 - ¿En que grado conoce Ud. el funcionamiento de la Bolsa de Valores? 1	2	3	4	5	6	7	
2 - ¿En que grado conoce Ud. el funcionamiento de los Segundos Mercados de Valores	1	2	3	4	5	6	7
3 - ¿Se ha planteado en alguna ocasión sacar a cotizar su empresa en algún mercado de valores?: ()si ()no							
4 - ¿Cual de los dos mercados sería el más adecuado para su empresa en función de sus características?: ()Bolsa Oficial de Valores ()Segundo Mercado de Valores							
5 - El "Proyecto de Ley de Reforma Parcial y adaptación de la Legislación Mercantil a las Directrices de la CEE en materia de Sociedades prevé establecer, para empresas como la suya, normas concernientes a la <u>transparencia informativa</u> . ¿En que grado cree que este trámite obligatorio le animaría a entrar en el mercado de valores?							

	Poco				Mucho		
	1	2	3	4	5	6	7
6 - Recientemente, el Consejo de Ministros aprobó un Real Decreto que somete a <u>tributación</u> la venta de derechos de suscripción o cupones de <u>empresas que no coticen en bolsa o segundos mercados</u> . ¿En que grado le anima este decreto a entrar en el mercado de valores.							

(F) - DATOS DE LA EMPRESA

- 1 - Sector al que pertenece _____
- 2 - Número de accionistas _____ // 2 - Número de accionistas que representan el 50% del capital _____
- 3 - ¿Forma parte la empresa de un "grupo de sociedades"?: ()si ()no
- En el caso de que su respuesta sea afirmativa conteste las preguntas del siguiente recuadro:

1 - Tipo de relación con el grupo. La empresa es:

- () matriz, número de empresas participadas _____
 () filial, % de participación de la matriz _____

2 - Estructura del grupo. Las sociedades realizan actividades:

- () complementarias (estructura vertical)
 () parecidas/sustitutivas (estructura horizontal)
 () otras

Actividad bursátil:

- 3 - ¿Cotiza la matriz en algún mercado de valores nacional o extranjero?: () sí () no
 4 - ¿Cotizan algunas filiales?: () sí () no // Número de las que cotizan _____

Otras relaciones:

Las relaciones de intercambio con empresas del grupo son:

	Poco importantes				Muy importantes		
5 - Clientes	1	2	3	4	5	6	7
6 - Proveedores	1	2	3	4	5	6	7
7 - Financieras	1	2	3	4	5	6	7
8 - Otras	1	2	3	4	5	6	7

4 - ¿Cuántas empresas tienen consejeros comunes a la suya aunque no exista, entre aquellas y la suya ningún tipo de participación de capital? _____

(G) - INFORMACION ECONOMICA

1 - Número de trabajadores: _____ fijos
 _____ eventuales

- INPUTS -

Proveedores

2 - Número total de proveedores _____
 3 - Número de proveedores que sirven el 70% de las compras _____

Vencimiento medio de los pagos a proveedores:

4 - menos de 30 días	_____ %
5 - 30 días . .	_____ %
6 - 60 días . .	_____ %
7 - 90 días . .	_____ %
8 - más de 90 días .	_____ %
	_____ %
	100 %

Procedencia de los recursos materiales que utiliza (aproximadamente):

9 - Nacionales	_____ %
10- Importados de la CEE	_____ %
11- Imp. de otros países	_____ %

	100 %

Ciclo de producción

12- Duración media del ciclo de producción de sus principales productos:
_____ días // _____ semanas // _____ meses

13- Desarrollo del proceso de producción:
() ciclo productivo completo entra M.P. y sale producto acabado para consumo o producción)
() realiza alguna fase de la producción // Número de fases _____

- OUTPUTS -

Clientes

14- Número total de clientes _____

15- Número de clientes al que vende el 70% de su producción _____

Vencimiento medio de la cartera de clientes:

16- menos de 30 días	_____ %
17- 30 días	_____ %
18- 60 días	_____ %
19- 90 días	_____ %
20- más de 90 días	_____ %

	100 %

Destino de las ventas (aproximadamente):

21- Clientes nacionales	_____ %
22- Clientes de la CEE	_____ %
23- Cls. resto del mundo	_____ %

	100 %

- FINANCIACION -

Obtiene la financiación del circulante por:

24- Autofinanciación	_____ %
25- Financ. ajena	_____ %

	100 %

Para financiar nuevos proyectos se sirve de:

26- Autofinanciación	_____ %
27- Ampliación capital	_____ %
28- Crédito bancario	_____ %
29- Otros	_____ %

	100 %

30- ¿Ha realizado alguna ampliación de capital en los tres últimos años?: ()si ()no

31- ¿Utiliza en alguna ocasión los avales de Sociedades de Garantía Recíproca?: ()si ()no

32- - **BALANCE** - (en miles de millones)

ACTIVO	1986	1987	1988	prev. 1989
Inmovilizado Material				
Inmovilizado Inmaterial				
Inmovilizado Financiero				
Gastos Amortizables				
Existencias				
Deudores				
Pérdidas del ejercicio				
TOTAL ACTIVO NETO				

PASIVO	1986	1987	1988	prev. 1989
Capital				
Reservas				
Subvenciones en Capital				
Previsiones				
Provisiones				
Deudas a medio y largo p.				
Deudas a corto plazo				
Beneficios del ejercicio				
TOTAL PASIVO NETO				

33- ¿Se destina un porcentaje estable de los beneficios a retribuir el capital?: ()si ()no

34- ¿Qué parte de los beneficios se han destinado a reservas en los últimos años?:

1986 _____ %

1987 _____ %

1988 _____ %

35- - CUENTA DE RESULTADOS - (en miles de millones)

C A R G O S	1 9 8 6	1 9 8 7	1 9 8 8	prev. 1989
Existencias iniciales				
Compras				
Gastos de personal				
Gastos financieros				
Tributos				
Amortizaciones (dot.ej.)				
Provisiones exp. (dot.ej)				
Otros gastos				
TOTAL GASTOS EXPLOTACION				
Resultados ext.(pérdidas)				
Resultados cart. val. "				
TOTAL CARGOS				

A B O N O S	1 9 8 6	1 9 8 7	1 9 8 8	prev. 1989
Existencias finales				
Ventas				
Ingresos accesorios				
Ingresos financieros				
Subvenciones imputables al ejercicio				
Trabajos para su inmov.				
Provisiones aplicadas a su finalidad				
Otros conceptos				
TOTAL INGRESO EXPLOTACION				
Resultados ext.(benefic.)				
Resultados cart. val. "				
TOTAL ABONOS				

(H) - ORGANIZACION Y SISTEMA INFORMATIVO-CONTABLE

- 1 - ¿Funciona en su empresa la dirección por objetivos?: ()si ()no
- 2 - El establecimiento de los objetivos se realiza:
 () desde la alta dirección
 () participan en ello los responsables de cada una de las divisiones o áreas funcionales
- 3 - ¿En que grado considera que el sistema informativo- (rodée con un círculo la respuesta)
 contable de su empresa le proporciona un adecuado Poco Mucho
 apoyo para la toma de decisiones?: 1 2 3 4 5 6 7
- 4 - ¿En que grado son analizadas las desviaciones
 respecto a lo presupuestado?: 1 2 3 4 5 6 7
- 5 - ¿Tiene su empresa implantada una contabilidad analítica?: ()si ()no

(I) - PLANES DE FUTURO

- 1 - ¿Tiene previsto llevar a cabo planes de inversión a medio y largo plazo?:
 ()si ()no

OBSERVACIONES:

A	
B	
C	
D	
E	
F	
G	
H	
I	

3 - INDICE CRONOLOGICO
DE LA NUEVA NORMATIVA LEGAL
SOBRE EL MERCADO DE VALORES

INDICE CRONOLOGICO DE LA NUEVA NORMATIVA LEGAL
SOBRE EL MERCADO DE VALORES

- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 29 de julio).
- Corrección de errores de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 23 de mayo de 1989).
- Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores (BOE de 23 de marzo).
- Real Decreto 341/1989, de 7 de abril, sobre el Comité Consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (BOE de 8 de abril de 1989).
- Circular de 1/1989, de 19 de abril de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el proceso de designación o elección de los primeros Vocales de su Comité Consultivo representantes de los miembros de las Bolsas, de los emisores y de los inversores (BOE de 21 de abril).
- Corrección de erratas de la Circular 1/1989, de 19 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el proceso de designación o elección de los primeros Vocales de su Comité Consultivo representantes de los miembros de las Bolsas, de los emisores y de los inversores (BOE de 25 de abril).
- Orden de 9 de mayo de 1989, por la que se crean los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio de

Madrid, Barcelona y Bilbao y se determinan, en relación con éstos y con el de Valencia, sus ámbitos territoriales respectivos y sus plantillas respectivas (BOE de 11 de mayo de 1989).

- Normas de funcionamiento del Mercado Continuo (Boletín de la Bolsa de Madrid 5 de abril de 1989).
- Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva (BOE de 24 de junio).
- Corrección de erratas del Real Decreto 717/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva (BOE de 19 de julio).
- Corrección de erratas del Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedades de Bolsas y Fianza Colectiva (BOE de 27 de junio).
- Orden de 26 de julio de 1989, por la que se desarrolla el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores (BOE de 28 de julio).
- Real Decreto 949/1989, de 28 de julio, sobre comisiones aplicables a las operaciones sobre valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores y sobre constitución de los Colegios de Corredores de Comercio de Madrid, Barcelona y Bilbao (BOE de 29 de julio).
- Orden de 28 de julio de 1989, sobre sistema de

- crédito en operaciones bursátiles de contado (BOE de 29 de julio).
- Orden de 28 de julio de 1989, sobre coeficiente de solvencia y de liquidez de las Sociedades y Agencias de Valores (BOE de 28 de julio).
 - Circular 2/1989, de 26 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables aplicables a las Sociedades y Agencias de Valores (BOE de 29 de julio).
 - Circular 3/1989, de 2 de agosto, sobre coeficientes de solvencia y de liquidez de las Sociedades y Agencias de Valores (BOE de 8 de agosto).
 - Circular 4/1989, de 6 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre la primera elección de Vocales de su Comité Consultivo por las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa (BOE de 7 de septiembre).
 - Resolución de 2 de octubre de 1989, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por lo que se da publicidad al nombramiento de Vocales del Comité Consultivo de la CNMV (BOE de 4 de octubre).
 - Modificación a las Normas de Funcionamiento del Mercado Continuo (Boletín de Bolsa de Madrid de 11 de octubre de 1989).
 - Circular 5/1989, de 25 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre comunicación y difusión de informaciones relativas a las Sociedades y Agencias de Valores (BOE de 31 de octubre).

- Circular 6/1989, de 15 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre comunicación de participaciones significativas en Sociedades cuyas acciones estén admitidas a negociación en Bolsa (BOE de 18 de noviembre).

- Orden de 14 de noviembre de 1989, por la que se desarrolla el artículo 25 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE de 25 de noviembre).

- Circular 7/1989 de 5 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre representaciones de Sociedades y Agencias de Valores (BOE de 12 de diciembre).

- Circular 8/1989 de 20 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre modelos públicos de los estados financieros y cuentas anuales de carácter público de las Sociedades y Agencias de Valores (BOE de 28 de diciembre).

- Circular 9/1989, de 20 de diciembre de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre auditoría de las Sociedades y Agencias de Valores (BOE de 28 de diciembre).

- Circular 1/1990, de 31 de enero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, cuentas anuales de carácter público y auditoría de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores (BOE de 7 de enero).

- Circular 2/1990, de 28 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre elección de

Vocales de su Comité consultivo (BOE de 3 de marzo).