

REFLEXIÓNS SOBRE UN MERCADO INTEGRADO DE VALORES PARA GALICIA

Xosé Antonio RODRÍGUEZ SÁNCHEZ

Universidade de Vigo

Propónse un Mercado Integrado de Valores Mobiliarios como solución máis axeitada para un mercado de valores en Galicia: un mercado de contratación baseado nun sistema de interconexión informatizado. Representaría unha vía alternativa de ingreso ó mercado financeiro para as empresas galegas e trataríase de adecualo ás súas necesidades no contorno das súas circunstancias. Esta opción podería axudar a favorecer-la evolución do empresariado galego cara formas de xestión máis desenvolvidas, corrixir dificultades de financiamento e formularse a captación e canalización do aforro con criterios territoriais. A existencia dun mercado de valores acaso non sexa condición suficiente para estimular-lo investimento, pero unha mala estrutura financeira pode impedi-lo desenvolvemento. Neste contexto un mercado de valores pode xogar un papel fundamental.

1. *Introducción.*

A historia bursátil da humanidade revélanos que o nacemento da Bolsa é, en si, unha *peregrina aventura* que explica como a Bolsa de Londres xurde nun café, a consecuencia das relacións entre homes de negocios, ou por que a de Nova York florece ó abrigo dunha árbore, ó non dispor de mellor lugar de reunión. Será o positivismo napoleónico quen free a espontaneidade que nos seus comenzos caracterizou a esta institución, ó esixirlle unha partida oficial de nacemento.

Centrándonos no caso español, destacan como antecedentes significativos as Lonxas Mediterráneas, as grandes Feiras Castelás, as Casas de contratación e as Ordenanzas de Bilbao, aínda que a base inicial bursátil son, sen dúbida algunha, os efectos públicos, orixinados nunha institución típicamente española, os xuros, e por evolución destes, os vales reais. Pero, en realidade, será das cinzas das primeiras sociedades por accións aparecidas no século XVIII de onde han xurdi-las grandes compañías artífices do proceso financeiro decimonónico do que nace a Bolsa, aboado polo estado de conciencia que propiciara a Ilustración. Así, en xeral, pódese afirmar que a verdadeira Bolsa nace da man do capitalismo mobiliario.

Desde entón, asistimos a unha progresiva evolución do Mercado de Valores Español, sen que, na nosa opinión, sexa posible identificar ó longo da súa historia unha razón única que xustifique o seu nacemento. En ocasións xurde como propulsor dunha determinada situación; noutras, como resultado dunha

conxuntura preexistente. Por iso, parece pouco probable dar unha solución unívoca ó interrogante de se os centro de contratación de valores mobiliarios son o motor dunha serie de aspectos económicos ou se, pola contra, constitúen o resultado dun estado económico e social preestablecido. E é que, tal e como demostra a evidencia histórica, a creación dun centro de contratación de valores non responde sempre a idénticas razóns nin é produto dunhas mesmas necesidades.

En consecuencia, parece pouco oportuno pretender estereotipa-las causas e razóns que poden propicia-la creación de novos mercados de valores, nin cabe, tampouco, fixar criterios cuantitativos ou cualitativos que, por resultar ríxidos e arbitrarios, non solucionarían nada.

Desde o noso punto de vista, o Mercado de Valores debe responder, en cada caso, ás necesidades realmente sentidas no momento e lugar que o precisa. Só así poderá enraizar co marco económico e social que o demanda, satisfacendo de xeito adecuado as aspiracións do entorno onde haberá de operar e de consolidarse.

2. Factores para o establecemento dun centro de contratación de valores en Galicia.

Feitas estas primeiras precisións, que sen dúbida condicionan o noso enfoque, procedemos a identifica-los elementos que, por resultaren determinantes en todo proceso de creación e expansión bursátil, haberán de constituí-los focos fundamentais de atención. Neste sentido, o establecemento dun centro de contratación de valores en Galicia esixe a concorrencia de tres factores principais:

- as sociedades mercantís, protagonistas indiscutibles do proceso, ás que corresponde desenvolve-la súa actividade no seo do mesmo,
- un nivel de aforro apreciable, respecto do cal o centro de contratación actuará como elemento básico de estímulo e encanamento, e
- un volume de transaccións de certa relevancia como para obte-lo adecuado nivel de eficiencia que toda organización competente procura; relevancia que haberá de ponderarse, necesariamente, en función do ámbito onde se pretende a súa creación, con criterios obxectivos que eviten toda comparación con outras autonomías cunha configuración económica e financeira non extrapolable á de Galicia, sen orixinar graves distorsións no tratamento do problema. Este é un aspecto que desexamos enfatizar especialmente.

En efecto, a ponderación da actividade bursátil galega terá que efectuarse con exclusiva referencia a Galicia, porque o único criterio legal esixido, dos múltiples técnicos que poden manexarse, é a súa conveniencia pública. E se a aspiración que defendemos a través destas reflexións -a creación dun centro de

contratación de valores mobiliarios galego- pode constituír un elemento capaz de canaliza-lo aforro, de financia-las nosas empresas a longo prazo, de centra-los investimentos na nosa Comunidade Autónoma, de impulsa-lo noso desenvolvemento e fomenta-la nosa economía, ¿non é iso, certamente, utilidade e conveniencia públicas?

En definitiva, o que pretendemos resaltar con estas palabras é que o centro de contratación de valores mobiliarios que concebimos para Galicia debe ser un instrumento de potenciación e non o resultado dunha determinada situación económica preexistente. Polo tanto entendémolo como instancia previa ó desenvolvemento económico galego, atendendo ós obxectivos económicos de elevación da renda e fomento do aforro, e co propósito de potenciar unha zona economicamente necesitada, creando un espírito de esixencia e achegando a demanda interior á produción de bens e riqueza, á vez que se acostuma ás nosas institucións mercantís e económicas a pensar nun marco económico de suficiente amplitude.

Froito dun estudio meditado sobre o tema, que no seu día realizamos con interese académico, pero tamén co sentimento dun galego preocupado polo atraso económico que marxina a nosa terra¹, estamos en condicións de afirmar a capacidade de Galicia para acoller con éxito un centro de contratación de valores mobiliarios, tarefa ambiciosa e non exenta de dificultades, pero, ó tempo, posible e gratificante desde a perspectiva económica e social. O contexto é propicio, e así parece evidencialo:

- a suficiencia da base societaria galega
- o apreciable volume de contratación mobiliaria en Galicia
- a súa vocación aforradora nata
- as facultades que o seu Estatuto de Autonomía lle confire na materia²
- a ausencia de criterios cuantitativos que condicionen o seu establecemento, e
- o previsible beneficio económico e social que a súa creación reportaría para a nosa Comunidade Autónoma.

Pos todo isto, o aspecto fundamental que resta por determinar, e cecais o máis importante e decisivo (obviando a tamén relevante determinación do custo real asociado ó proxecto), é decidir cal de entre tódalas opcións posibles debería se-lo modelo a implantar en Galicia.

1.- RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, J.A. *Los centros de contratación de valores moviliarios nas comunidades autónomas: especial referencia a Galicia*. Tese doctoral. 2 volumes. 1992.

2.- Atribución específica da competencia exclusiva nas materias referentes ó establecemento e ordenación de centro de contratación de valores a Galicia. *Estatuto de Autonomía para Galicia*. Art. 27, 28.

3. *Un Mercado Integrado de Valores Mobiliarios.*

A priori, poderíamos pensar que é unha Bolsa o modelo idóneo para concretala nosa aspiración. Pero, á vista da dimensión media das nosas empresas, un mercado de tales características resultaría inoperante no ámbito galego polo reducido número de sociedades galegas potencialmente cotizables en Bolsa. De certo que os requisitos de información e de capital mínimo esixidos actuarían coma poderosa barreira de entrada para moitas das nosas empresas, resultando disto un alto e pouco desexable grao de concentración na contratación bursátil.

Naturalmente, esta barreira poderíase derribar potenciando a dimensión empresarial galega mediante unha política de fusións, de robustecemento da base económica das nosas empresas e de transformación das súas estruturas informativas. De feito, todas estas medidas propiciarían a necesaria transparencia e eficiencia que os mercados actuais reclaman, incrementarían a súa competencia e adecuarían a dimensión das empresas galegas ós requisitos esixidos para o seu acceso á Bolsa. Nembargantes somos conscientes de que esta alternativa conleva certas doses de utopía, que son pouco operativas na concreción dun proxecto como o que propoñemos. Trátase, en definitiva, de buscar solucións factibles e adecuadas para Galicia, un espacio territorial natural que se diferencia claramente doutros ámbitos financeiros, cunha peculiar estrutura económica, financeira e institucional que condiciona o seu desenvolvemento actual e futuro.

Unha posible solución, acorde coas tendencias internacionais máis actuais, sería o desenvolvemento dun mercado alternativo fronte á oficialidade dos mercados tradicionais. Pero a posibilidade de implantar un mercado Over the Counter, acollida con indubidable éxito noutros países, vese axiña freada polo sempre presente principio de protección ó inversor que impera no noso sistema. De feito, esta circunstancia tradúcese na inexistencia en España dun auténtico mercado paralelo, onde a regulación sería sempre menos estricta e escasa a transferencia informativa a disposición do investidor.

Tampouco podería identificarse a solución que buscamos coa implantación dun segundo Mercado, e isto por dúas razóns principais: en primeiro lugar, porque se trataría dun mercado de aclimatación e non dun auténtico mercado autónomo; e, en segundo lugar, porque este enfoque debe nacer ó amparo dunha Bolsa, institución, como é sabido, inexistente en Galicia.

Descartadas as posibilidades anteriores e orientando a nosa búsqueda cara unha solución que respete unha das primeiras condicións que debe cumprir todo mercado organizado de valores mobiliarios: a integración³; atopamos

3.- Tal e como demandan as máis altas instancias autorizadas. OCDE, Mercados autónomos de valores mobiliarios. Madrid. 1977; FEDERACIÓN INTERNACIONAL DE BOLSAS DE VALORES. Comunicado da Asemblea Xeral. 1977. COMISIÓN PARA O ESTUDIO DO MERCADO DE VALORES. Informe da Comisión para o Estudio do Mercado de Valores. Páxs. 26 e 80; BANCO DE ESPAÑA. Informe á Comisión para o Estudio do Mercado de Valores. Madrid. 1978.

unha pronta resposta ó interrogante proposto: un Mercado Integrado de Valores Mobiliarios semella ser, na nosa opinión, a solución máis adecuada para Galicia. Tal afirmación esixe detérmonos na súa precisión conceptual, ó constituí-lo eixo central do proxecto que expoñemos.

¿Que significado ten un Mercado Integrado de Valores?

Domínguez Sors⁴ considérao un mercado de competencia perfecta que ten como produto o valor mobiliario e, polo tanto, asimila a integración ó conxunto de accións a realizar para cumprilas condicións dun mercado de competencia perfecta (a saber, liberdade, transparencia, homoxeneidade e perfección) conseguindo que tódalas ofertas e demandas conflúan, en cada momento, para acadalo prezo xusto.

O concepto de integración ten, ó menos, catro facetas distintas:

- I) Faceta espacial; xa que se trata de reunir nun só punto o maior número de ordes de compra e venda procedentes de diversos puntos dun mesmo espacio territorial.
- II) Faceta Persoal, xa que son os intermediarios bursátiles os que, segundo a súa organización e intereses, facilitan ou entorpecen a integración desexada.
- III) Faceta real ou obxectiva; neste senso, atentarase á integración deshomoxeneizando o produto aínda indirectamente, o que, por outra banda, é cada vez máis frecuente (garantías de recompra, pactos adicionais, cupóns que non se cotizan,... etc.).
- IV) Faceta temporal, pois nun mercado diperso non puntual, os prezos, que carecen da transparencia que un mercado perfecto demanda, varían a cada paso e un mesmo título pode admitir, simultaneamente, diferentes prezos de contratación. Asímesmo, poder existir variacións temporais de prezos por caídas accidentais e totalmente aleatorias.

Todas estas consideracións evidencian a dificultade de conquistar un mercado verdadeiramente integrado. Agora ben, cos actuais medios de comunicación e as posibilidades cáseque infinitas da enxeñería informática, integrar xa non é sinónimo de concentrar operacións nun parque único, senón de potencia-la interrelación entre os diversos centros de contratación sen necesidade de suprimilos, ata acadar, en cada un, o coñecementos dos cambios operados nos restantes, a homoxeneización de tempos e sistemas de contratación (integración temporal), o cruce de operacións entre parques e, posteriormente, a difusión instantánea de información sobre cotizacións a puntos xeográficos que non teñen parque.

4.- DOMÍNGUEZ SORS, P. "La integración del Mercado de Valores español: perspectivas actuales para su realización: *Boletín Financiero de la Bolsa de Barcelona*. N.º 75. Maio, 1981. Páx. 20.

Trátase, en definitiva, de evita-las consecuencias negativas derivadas da fragmentación dos mercados. Neste senso e seguindo ó profesor Bartolomé Laborda⁵, pódense destacar, con tal propósito, as seguintes alternativas:

a) Concentración; é dicir, progresiva eliminación de bolsas ata chegar a unha sola como mercado central, que detentará un claro dominio monopolístico: o caso francés encádrase nesta alternativa..

b) Unificación; solución diferente da anterior, que non pretende chegar á unicidade de cotización e busca mante-la actividade mercantil en tódolos puntos. Trataríase de pecha-los mercados locais como parques independentes, con querindo a súa unión a través dun órgano interbursátil exclusivo e dun moderno sistema de comunicacións que enlace a totalidade do conxunto. Así, cada mercado local convértese nun centro comercial, e a importancia relativa de cada centro comercial determina se é apto para seguir mantendo unhas cotizacións independentes ou debe reducirse a captar operacións que se realizarán no punto nacional máis idóneo. O suposto tipo sería o levado a cabo polas Bolsas de Inglaterra e Irlanda.

c) Conexión; trátase de potencia-la importancia de cada unha das Bolsas sen recorrer ó sistema monopolístico da concentración, senon en procura do fortalecemento de tódolos puntos para chegar a un mercado nacional verdadeiramente unido, con base nun sistema de comunicacións computerizado e sofisticado. Aquí podería incluírse o caso canadiano.

d) Centralización; significa a tendencia a un centro común onde tódolos partícipes reúnan os seus esforzos en pé de igualdade para conqueri-la perfecta aglutinación do mercado, pero sen implicar supremacía ou privilexio dun lugar central como na concentración bursátil.

A centralización respecta a individualidade de cada centro de contratación e, non só permite a potenciación de cada un, senón que a busca de xeito intencionado porque representa crecemento e desenvolvemento do conxunto.

En España, a estrutura territorial do noso mercado de valores estivo tradicionalmente formada por catro centros de contratación de carácter nacional: as Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao e Valencia. Ó seren creadas por razóns moi diferentes, aínda que a súa regulación foi practicamente idéntica, non existía uniformidade nin homoxeneidade na súa actuación. Por iso, as Bolsas consideráronse puntos illados e non pezas dunha mesma engranaxe, un mercado conxunto.

Nembargantes a dinámica mercantil e o libre e espontáneo xogo das propias forzas do mercado foron esixindo cooperación e colaboración con puntos de relación entre elas. O sistema clásico foi a arbitraje, que parte do suposto de considera-los diversos centros de contratación como mercados diferentes que contratan sobre unha mesma mercadoría. Os seus resultados, parcialmente

5.- BARTOLOMÉ LABORDA, R. *La Bolsa en el mundo*. Bilbao. 1980. Páxs. 614 e ss.

aceptables non acadaron unha verdadeira integración nun mercado nacional, presentando ademais o obstáculo do seu matiz cáseque monopolístico, que propiciou o traslado ó centro político e administrativo do país dos centros de decisión financeira e dos depósitos bancarios de valores mobiliarios; proceso que, aínda estando xustificado pola maior comodidade e o menor custo de liquidación nunha soa praza, prexudicou enormemente ás Bolsas periféricas, que viron mermada a súa participación no mercado, desprazándose tódalas operacións á Bolsa de Madrid, pese a ter sido xeradas na área de influencia daquelas.

Mais actualmente, a reforma do mercado de valores español, que introduce a Lei 24/1998 do 28 de Xullo, propónse como obxectivo prioritario incrementar o seu nivel competitivo, dotando de maior profundidade, amplitude, transparencia, liberdade e flexibilidade ó mercado; tal pretensión enfatiza o proceso unificador, xa principiado con anterioridade á Lei, e que busca, en último termo, a coherencia interna e eficiencia do mercado.

Entre outros moitos aspectos, a reforma esixía cambios estruturais, cambios de mentalidade e significativos cambios operativos, co agravante de que debían de ser implantados a moi curto prazo. Aínda é demasiado pronto para avalia-lo efecto dunha reforma que está moi lonxe de calificarse consolidada; sen embargo, o propósito integrador foi inspiración para o seu desenvolvemento.

Con estas precisións por diante, e á vista das reflexións anteriores, podemos afirmar que, coas reservas pertinentes impostas polas lagoas que se observan na Lei do Mercado de Valores, o adecuado para Galicia sería establecer un mercado de contratación baseado nun sistema de interconexión debidamente informatizado, capaz de unir a tódolos membros que se asocien ó mesmo para que o prezo dos títulos negociados, exclusivamente galegos, se determine polo enfrontamento de tódalas posicións de oferta e demanda; é dicir, un Mercado Integrado de Valores Organizado para Títulos Galegos sen Cotización Oficial que, cun nivel de regulación propio, ofrezca a debida protección ó investidor e, como instrumento impulsor da economía e orde social de Galicia:

1º Represente a vía de ingreso ó mercado financeiro para as empresas galegas, onde obter alternativas de financiamento externo menos custosas que as tradicionais (diversas modalidades de activos de renda fixa en condicións de mercado, capital risco,...), que lles permita mellora-la súa estrutura financeira, reducir custos, reforzarse e facerse menos vulnerables ós cambios de conxuntura e ás medidas de política monetaria que soen acompañalos.

Sen embargo, non é suficiente con que exista un mercado financeiro, xa que, de feito, xa existe en España. Trátase de adecualo verdadeiramente á empresa galega, para que o empresario o utilice e se beneficie das vantaxes que reporta un mercado publicamente organizado como o bursátil: isto é, proporcionando liquidez na confrontación diaria entre oferta e demanda, aportando a garantía económica dun mercado organizado e regulamentado en Galicia, favorecendo a formación dun prezo certo, obxectivo e público e, en consecuencia, a valoración dos títulos emitidos polas empresas galegas no entorno das circunstancias

vixentes en cada momento, e a tódolos efectos legais, fiscais e contables; aspectos todos que estimularían o desenvolvemento económico e institucional de Galicia.

2° Favoreza unha evolución do empresariado galego cara formas de xestión máis desenvolvidas.

3° Entre de cheo a corrixi-las dificultades de financiamento das empresas galegas, non só no estado actual das mesmas, senón sobre todo, na súa evolución futura, particularmente respecto das PEMES, coa súa típica organización familiar, afastada do creto a medio e longo prazo, cunha estrutura financeira moi vulnerable, e unha evidente falla de recursos galegos financeiros capaces de facer fronte a un proceso de industrialización rápido, como o que demanda a integración española no Mercado Común Europeo.

4° Sexa útil para capta-lo aforro e canalizalo cara investimentos en Galicia, orientando o fluxo de capitais dos aforradores ás empresas que xeren maior valor engadido.

Non pretendemos afirmar, nembargantes, que a existencia dun mercado de valores sexa condición suficiente para estimula-lo investimento; pero do que si estamos seguros é de que, se ben unha boa estrutura financeira non pode por si soa producir desenvolvemento, é seguro que unha mala estrutura o impedirá. É neste contexto onde o mercado de valores xoga un papel fundamental.

5° Permita tomar decisións económicas a un gran número de galegos que, doutro xeito, apenas terían oportunidade de mobilizar uns aforros que hoxe permanecen estáticos nas contas a prazo de Bancos e Caixas de Aforro; e cree unha conciencia colectiva sobre empresas económicas, activando, en sentido económico, a capas de poboación galegas cada vez máis extensas.

6° Aumente o número de aforradores-investidores e robusteza a estabilidade social ó acrecenta-lo natural sentido de responsabilidade que conleva seren propietarios dunha empresa.

7° E, finalmente, facilite ó acceso á propiedade do pequeno investidor galego, co que iso ten de elemento estabilizador na complexa vida social do presente.

En suma, un mercado de valores mobiliarios apto para colma-las aspiracións de engrandecemento e desenvolvemento social e económico de Galicia que tódolos galegos sentimos e compartimos.

SUMMARY

An Integrated Stock Market is proposed as the most idoneus solution for a Stock Market in Galicia: a trading market based on a system of computerized interconnection. It would mean an alternative way of entering the financial market for Galician companies and an effort would be made to adapt it to meet their necessities in the context of their circumstances. This option could help to favour the evolution of Galician employers towards more developed forms of management, to correct difficulties of financing and to formulate the winning and canalization of savings on a territorial basis. The existence of a stock market in itself is perhaps not condition enough to stimulate investment but a bad financial structure could impede development. In this context a stock market can play a fundamental roles.