



## **BOLSA DE BARCELONA: EL RETO DE LA DIFERENCIACION**

Barcelona, 13 de diciembre 1988

Presidente-Moderador:

**PEDRO DURAN FARRELL**

Presidente de la Junta General de CATALANA DE GAS

• **SITUACION ACTUAL Y PERSPECTIVAS  
DE LA BOLSA DE BARCELONA**

**JAIME RUIZ CABRERO**

Síndico Presidente de la BOLSA DE BARCELONA

• **EL PROCESO DE INNOVACION EN LA BOLSA  
DE BARCELONA: EL MERCADO DE FUTUROS**

**WALTER SHERK**

Jefe del Gabinete de Estudios de la BOLSA DE BARCELONA

• **EL INVERSOR EXTRANJERO EN LA BOLSA  
CATALANA**

**ULTANO KINDELAN**

Presidente de MERRILL LYNCH ESPAÑA

• **EL AGENTE DE LA BOLSA DE BARCELONA  
ANTE LA REFORMA: LAS SOCIEDADES  
Y AGENCIAS DE VALORES**

**PEDRO LECUONA**

Agente de Cambio y Bolsa

• **LA EMPRESA CATALANA ANTE EL FUTURO  
MERCADO DE VALORES DE BARCELONA**

**PEDRO FABREGAS**

Consejero Ejecutivo de CATALANA DE GAS

• **BARCELONA COMO CENTRO DE INVERSIONES  
ANTE EL 92**

**FRANCISCO JAVIER RUIZ DEL PORTAL**

Director General de Política Financiera de la GENERALITAT

• **OBJETIVOS Y PERSPECTIVAS DE LA REFORMA  
DEL MERCADO DE VALORES**

**PEDRO MARTINEZ MENDEZ**

Vicepresidente de la COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Día: 13 de diciembre 1988, 16.30 horas

Lugar: Hotel Ritz (Salón Gran Vía)

Gran Vía Cortes Catalanas, 668 - 08020 BARCELONA

Información e inscripciones:

En Barcelona: A.P.D., de 9.30 a 13.30 y de 16 a 18.30 h.

Tel. (93) 235-29-08

En Madrid: A.P.D. Sr. Rodríguez (91) 532-34-07

Fax: 521-55-25

Asociación para el Progreso de la Dirección

## 'BOLSA DE BARCELONA : EL RETO DE LA DIFERENCIACION'

APD - Barcelona - 13/12/88

Intervención de D. Pedro-A. Fábregas Vidal  
(Consejero Ejecutivo de Catalana de Gas, S.A.)

### 'La Empresa catalana ante el futuro mercado de valores de Barcelona'.

#### A - Introducción

En primer lugar, querría agradecer la amable invitación de APD para participar nuevamente en uno de sus actos, y felicitarles por la oportunidad de hablar del mercado de valores y de la Bolsa de Barcelona en estos momentos.

Siempre es realmente complejo hablar después de más de dos horas de sesión y aún más después de las interesantes intervenciones que me han precedido en el día de hoy.

Sin embargo, hablar desde la perspectiva de las empresas puede ser interesante, ya que en mi opinión, se olvida con facilidad que son una pieza clave del mercado, junto con inversores y operadores.

Me gustaría centrar mi intervención en dos puntos: la Ley del Mercado de Valores (Ley 24/ 1988 de 28 de julio) y la Bolsa de Barcelona, aportando en ambos casos algunas reflexiones producidas desde la perspectiva empresarial.

#### B - La Ley del Mercado de Valores

Es evidente, que es una Ley, de una gran relevancia para las empresas, aunque obviamente más importante para las que cotizan en Bolsa, o que tienen en sus planes acceder a corto plazo a este mercado.

La primera reflexión, aunque quizá en este momento ya sea digna de la historia, se fundamenta en el hecho, como mínimo extraño, de que al desarrollar un proyecto de esta envergadura, ni se ha consultado, ni se ha tenido en cuenta la opinión de las empresas cotizadas.

Es importante, clarificar desde el primer momento, que estamos delante de una ley marco, que no podrá evaluarse definitivamente hasta que se conozca el denso y prolijo cuerpo reglamentario que anuncia, y que puede transformarla en una ley oscilante según las necesidades e intereses de cada momento.

Por otra parte, es evidente la relevante importancia de la Ley, si como mínimo, tenemos en cuenta que :

a. Es una Ley extraordinariamente compleja, a nivel estructural, desaparecen los Agentes de Cambio y Bolsa, pero aparecen :

- . Sociedades y Agencias de Valores
- . Sociedades gestoras de las Bolsa de Valores.
- . Sociedad de Bolsa.
- . Sistema de Interconexión Bursátil
- . Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
- . Central de Anotaciones de Deuda Pública
- . Entidades gestoras del mercado de anotaciones de deuda pública.
- . Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).
- . Comité Consultivo de la CNMV.

b. Modifica parcialmente:

- . Código de Comercio
- . Ley de Enjuiciamiento Civil
- . Ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva
- . Ley de Sociedades Anónimas

c. Puede afectar, a las Autonomías, con atribuciones sobre el tema, como es el caso de la Generalitat de Catalunya, que tiene atribuidas por el artículo 9.20 del Estatuto de Autonomía, competencias exclusivas sobre "establecimiento y ordenación de centros de contratación de mercaderías y valores de conformidad con la legislación mercantil".

En cuanto, a los diferentes aspectos regulados por la Ley, puede observarse:

1. El mecanismo regulador del sistema, la nueva Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), compuesta de siete miembros, es en su integridad nombrada por el Gobierno, siguiendo así la tradición jurídica española de intervención del Ejecutivo, tan distinto de la tradición jurídica de corte anglosajón.

2. La CNMV dispondrá de un Comité Consultivo donde estarán representados los miembros de las Bolsas, los emisores, los inversores y las Comunidades Autónomas en las que exista Bolsa de Valores.

Este Comité Consultivo, es importante, porque podrá tener alguna incidencia en la reglamentación de los mercados, ya que en ella están representados todos los actores en los mercados, inclusive las empresas, dentro del eufismo de los emisores. Cabe esperar, que los representantes de los emisores sean elegidos de forma que representen una muestra significativa de sectores y ubicaciones geográficas de forma que puedan enriquecer con sus aportaciones los debates del Comité.

3. La modernización del sistema, con la introducción clara de la informática por el previsto Sistema de Interconexión Bursátil, y la tendencia hacia la futura ampliación del sistema de anotaciones en cuenta, actualmente aplicado únicamente a la deuda pública, a otros tipos de valores, no puede recibir más que alabanzas, pero está por ver y aquí faltan los reglamentos y la realidad operativa, si se conseguirán los resultados de agilidad y transparencia que la hacen tan deseable.
4. La Ley establece el principio de libertad de emisión, y con ello supera el actual pero extraño concepto que un emisor (una empresa por ejemplo) tenga que solicitar permiso al Director Financiero de otro emisor (el Director General del Tesoro y Política Financiera del Mº. de Economía y Hacienda) para salir al mercado.
5. El tema de la transparencia informativa de las empresas cotizadas, también es un punto de continuado avance que la Ley reafirma. Este terreno, prácticamente iniciado en España, con unas Ordenes Ministeriales de principios de la década de los ochenta, ha evolucionado muy positivamente, la información financiera de las empresas españolas ha mejorado claramente y lo seguirá haciendo, esto es bueno para el mercado y es bueno para las empresas.

Aquí deben, sin embargo, remarcarse tres puntos:

- . El que muchas empresas hayan avanzado, no implica que todas estén en el mismo carril, en el segundo trimestre de 1988, 233 empresas no han remitido puntualmente la información requerida por las cuatro Bolsas españolas.

- . La desventaja competitiva que para las empresas cotizadas implica cumplir los requerimientos de información, que aunque las favorece para orientar al inversor y apreciar la empresa, les perjudica frente a su competencia, si las empresas que componen esta competencia son empresas no cotizadas (multinacionales, empresas estatales, etc.), Esta situación, como mínimo, en parte la resolverá la implantación en España de las Directivas de la CEE, obligando a todas las empresas del país inscribir sus Estados Financieros e Informe de Gestión en un registro público, cuales, el Registro Mercantil.
  - . Es preocupante que el art. 27 de la Ley indique que "Reglamentariamente se establecerá el alcance y contenido de los estados financieros a auditar y el de las correspondientes auditorías", preocupante por que puede parecer, y obviamente falta el desarrollo reglamentario, que los estados financieros y la auditoría de las empresas cotizadas en bolsa, puedan ser reguladas ad hoc y distintas de las que rijan para el conjunto del país, hecho como mínimo singular y extraño desde la perspectiva de la legislación comunitaria.
6. El reconocimiento de mediadores en el mercado que pueden tomar posiciones por cuenta propia (sociedades de Valores, o dealers) figura normal en los mercados internacionales, pero nueva en el ordenamiento español, es ambivalente, buena, para dar más dimensión y liquidez al mercado, y cuestionable, porque a pesar de las regulaciones sobre "inside information" puede transformar el mercado en más especulativo y más dominado por operadores extranjeros, sin contrapartida.

La dimensión es importante, cabe aquí recordar, que por ejemplo la capitalización bursátil de Nomura Securities en la Bolsa de Tokio, al final de 1987, ascendía a 37000 millones de dólares, el doble que General Motors en la Bolsa de New York. La comparación con una Sociedad de Valores española, como se ve, es irrealizable.

7. La libertad de comisiones, establecida por la Ley, a pesar de las medidas preventivas en los primeros años de comisiones máximas establecidas oficialmente; puede a medio plazo, expulsar de la Bolsa al pequeño ahorrador, obligándole a retirarse del mercado, o a llegar al mismo a través de por ejemplo, un Fondo de Inversión Mobiliario; esto puede dar más profesionalidad al mercado pero debería como mínimo producir una serena reflexión desde una perspectiva sociológica.
8. La Ley habla de OPAS, pero prácticamente se remite al desarrollo reglamentario.
9. Finalmente, dos preocupaciones de las empresas:
- . El coste de todo este nuevo esquema de funcionamiento, quizás más adecuado pero obviamente más complejo y caro que el existente en la actualidad, deberá cubrirse con aportaciones de los Presupuestos Generales del Estados (todos los españoles) y por Tasas que deberán pagar los emisores (las empresas) y los operadores del mercado.
  - . Las atribuciones, según la Ley, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores son realmente muy importantes en lo que afecta a las empresas, puede suspender y excluir de cotización, establecer multas, etc.

Como muestra, transcribimos a continuación sus atribuciones de inspección según el art. 85 de la Ley; "La CNMV podrá recabar de las personas físicas y jurídicas enumeradas en el artículo 84 (entre ellas las empresas cotizadas) cuantas informaciones estime necesarias sobre los extremos que interese relacionados con las materias objeto de esta Ley. Con el fin de allegar dichas informaciones o de confirmar su veracidad, la Comisión podrá realizar cuantas inspecciones considere necesarias. Las personas físicas y jurídicas comprendidas en este párrafo quedan obligadas a poner a disposición de la Comisión cuantos libros, registros y documentos ésta considere precisos".

Está por ver, sin embargo, la praxis que se establecerá, de todo este cúmulo de competencias que la Ley otorga a la Comisión Nacional.

En conclusión, la visión de las empresas pasa por ser favorable a las medidas que faciliten el aumento de dimensión y transparencia del mercado, con operadores ágiles, eficaces, profesionales y baratos; y con un sistema de control que dé confianza al inversor, no genere burocracia y costes innecesarios, y con órganos de decisión próximos a las empresas cotizadas.

C - La Bolsa de Barcelona

Entrando en el segundo punto de mi intervención, me gustaría, si me lo permiten, hacer un pequeño paréntesis. Para mi Compañía hablar de la Bolsa de Barcelona es como hablar de una antigua y entrañable amistad, la Bolsa de Barcelona, a pesar de sus raíces medievales, empieza a operar como mercado público de acciones en 1852, con cuatro títulos, un banco, una sociedad metalúrgica, otra textil y finalmente una de gas, de las cuatro iniciales solo permanece después de casi 140 años interrumpidos la actual Catalana de Gas, probablemente la sociedad anónima cotizada en Bolsa más antigua del país, y con esto cierro el paréntesis.

Como ya se ha dicho, la Bolsa de Barcelona en 1987 movió 2.5 billones de pesetas y mantuvo su participación en los mercados españoles de alrededor del 20%, pero aquí debemos plantearnos el tema, no ya desde una perspectiva general, sino desde la perspectiva de las empresas, lo cual no es exactamente lo mismo.

En el cuadro siguiente se presenta, con algún detalle, el movimiento de la Bolsa de Barcelona durante 1987, último año cerrado a nivel estadístico y que como ustedes recordaran, fue un año singular, por ser extraordinariamente positivo para la actividad bursátil, hasta el mes de Octubre en que apareció la crisis, o si lo prefieren el crash, en los mercados internacionales.

CUADRO N<sup>o</sup>. 1CONTRATACION BOLSA BARCELONA - 1987

<u>FONDOS PUBLICOS</u>	<u>Millones pesetas</u>	<u>% por grupos</u>	<u>% total</u>
. Deuda del Estado	10940.4	91%	
. Otros Fondos Públicos	1116.1	9%	
	<u>12056.4</u>	<u>100%</u>	0.5%
<u>OBLIGACIONES</u>			
. Bonos bancarios	12245.2	58%	
. Agua, gas, electricidad	6259,6	30%	
. Otras obligaciones	2557,8	12%	
	<u>21062.5</u>	<u>100%</u>	0.8%
<u>ACCIONES</u>			
. Primeras 20 sociedades por contratación	543253.4	72%	
. Resto sociedades	214699.5	28%	
	<u>757952.9</u>	<u>100%</u>	29.6%
<u>ACTIVOS FINANCIEROS A CORTO PLAZO</u>			
. Pagarés del tesoro	1761282.5	99%	
. Pagarés de empresa	11366.0	1%	
	<u>1772648.5</u>	<u>100%</u>	69.1%
TOTAL BOLSA BARCELONA =====	2563722.3 =====	- =====	100.0% =====

Fuente.- Memoria 1987. Bolsa de Barcelona y elaboración propia



Como puede deducirse de los datos presentados, los valores emitidos por empresas movieron en la Bolsa de Barcelona unos 790.000 millones de pesetas durante 1987 (21.000 obligaciones + 760.000 acciones + 10.000 pagarés), o sea, aproximadamente un 30% del total, el restante 70% gira básicamente alrededor de valores del Tesoro, así como otros fondos públicos.

Esta es una primera constatación de gran importancia para las empresas, el mercado por dimensión es principalmente un mercado de pagarés del tesoro, y esto en un año bueno para las acciones ya que en 1986 el movimiento en acciones era menos de la mitad del conseguido en 1987 (exactamente 335.000 millones de pesetas).

Por submercados, es evidente, que el mercado importante para las empresas en 1987 era el de acciones que registra 760.000 de los 790.000 millones de pesetas totales (del orden del 95%), siendo los mercados de obligaciones y pagarés más marginales desde esta perspectiva.

Por otra parte, está claro, que el mercado de obligaciones estaba centrado en los bonos bancarios y en los empréstitos del sector, agua, gas y electricidad que en conjunto absorben el 88% del mercado de renta fija.

En cuanto a los pagarés de empresa, solo constatar que el movimiento en el mercado bursátil de Barcelona, unos 11000 millones, es debido a pagarés de una sola empresa (Torras Hostench, S.A.), lo cual ya define por si solo este mercado.

En lo relativo al mercado de acciones, algunas observaciones:

- . Concentración del mercado, las primeras 20 empresas por contratación absorben el 72% del movimiento del mercado, existen adicionalmente otras 50 empresas que mueven como mínimo 1000 millones de pesetas al año, el resto son claramente no significativas.
- . En 1988, hasta 9 de Diciembre la actividad se ha reducido en un 33% respecto a 1987, conforme a la actual coyuntura bursátil.
- . El segundo mercado es poco relevante, en 1987, con 21 sociedades en contratación ha movido 900 millones de pesetas en conjunto, si eliminamos una sociedad que ha movido 600 millones, el resto tiene una actividad promedio de 15 millones al año.

Es interesante, analizar las 20 primeras empresas por contratación, para identificar las características del tipo de empresas que dan dinamismo al mercado.

CUADRO Nº. 2

ACCIONES CON MAYOR CONTRATACION - 1987  
(Bolsa de Barcelona)

. Sociedades con participación extranjera

Sociedad	Socio	Contratación bursátil (MM pts.)	% total general
Torras Hostench	KIO	77805	
Cros	KIO	64223	
Inpacsa	KIO	27599	
Unión Explosivos Rio Tinto	KIO	26192	
		195819	
Nissan Motor Ibérica	Nissan	65687	
Unidad Hermética	Electrolux	14394	
La Seda de Barcelona	AKZO	10485	
Total 7 sociedades		286385	53%

. Sociedades con centro decisión fuera de Catalunya

Sociedad	Domicilio Social	Contratación bursátil (MM pts.)	
CEPSA	Madrid	58910	
Sarrió	Pamplona	29804	
Cía. Telefónica	Madrid	18183	
Dragados	Madrid	17074	
Bco. Hispano Americano	Madrid	13243	
Sniace	Madrid	12892	
Bco. Central	Madrid	12171	
Energía e Ind. Aragonesas	Madrid	11567	
Vallehermoso	Madrid	8873	
Total 9 sociedades		182717	33%

. Sociedades con centro de decisión en Catalunya

Sociedad	Domicilio Social	Contratación bursátil (MM pts.)	
Asland Catalunya y Mediterráneo	Barcelona	26253	
Asland, S.A.	Barcelona	20133	
		46386	
Catalana de Gas	Barcelona	18864	
Autopistas Conces.Española	Barcelona	8902	
	Total 4 sociedades	74152	14%
	Total general 20 sociedades	543253	100%

Las conclusiones de este análisis son claras, el mercado de acciones de la Bolsa de Barcelona, a partir de la muestra estudiada para 1987, permite las siguientes observaciones :

- . El dinamismo vivido en 1987, es debido básicamente a la actividad de sociedades con participación extranjera, ellas solas representan el 53% de la contratación efectiva de los 20 primeros valores de la Bolsa de Barcelona, o el 38% del total de contratación de acciones de la Bolsa.

Desde esta perspectiva, es absolutamente relevante que grupos como Kio o Nissan operen básicamente desde Barcelona, su volumen de 290.000 millones de pesetas de transacciones es absolutamente necesario e insustituible; debería promocionarse pues la instalación en Barcelona de grupos inversores extranjeros, que basándose en activos industriales adquiridos y creados en Catalunya, tuviesen vocación industrial de ámbito europeo y además sensibilidad bursátil.

- Las sociedades con centro de decisión en Catalunya representan tan solo el 14% de la contratación efectiva de los 20 primeros valores de la Bolsa de Barcelona, y esto prácticamente a través de solo 3 grupos, a mayor abundamiento, debe indicarse que para alguno de estos grupos, siendo importante su movimiento bursátil en Barcelona, no es el más importante moviendo más del 50% de su contratación bursátil en otras Bolsas españolas. Este fenómeno es relevante y requiere como mínimo una serena reflexión, desde un planteamiento sensible y pragmático alejado de conceptos grandielocuentes y estériles.

La Bolsa de Barcelona debe competir, pues, en dos frentes:

- La potencia de Madrid como centro financiero del Estado, donde se acumulan las centrales de grandes empresas, la gran banca, un volumen increíble de intermediarios financieros, por donde se canaliza gran parte de la inversión extranjera y donde "the last but not the least" están las autoridades del sistema financiero a nivel estatal (M<sup>o</sup>. de Economía y Hacienda, Banco de España y ahora ya la Comisión Nacional del Mercado de Valores).
- El tejido empresarial de Catalunya, formado básicamente por pequeñas y medianas empresas sin vocación bursátil, pocas grandes empresas, poca banca autóctona, grandes cajas de ahorro obviamente con una personalidad muy relevante pero distinta que la de la banca desde una perspectiva bursátil, pocos intermediarios financieros, etc., y con la tentación permanente de las grandes empresas de trasladar su centro de decisión a Madrid.

Como comenta la revista francesa "L'Expansion": "... la emigración de las sedes sociales de empresas y bancos a Madrid desde hace veinte años y la ausencia de grandes empresas de capital netamente catalán son algunas de las debilidades de Barcelona".

Para la competencia de Madrid, la Bolsa de Barcelona debe afinar sus instrumentos y avivar su ingenio, para competir desde la agilidad, la eficacia, la profesionalidad y la creatividad, y es en este contexto que debe situarse la magnífica iniciativa de pedir para Barcelona la sede del Mercado Español de Futuros Financieros, en la línea de un proceso de especialización de alta tecnología que tan buen resultado ha dado al "Chicago Board of Trade".

Para el tema del tejido empresarial de Catalunya, debe aprovecharse, como dice "L'Expansión", la situación de "un formidable dinamismo económico y cultural, que se ve reforzado por la doble perspectiva del gran mercado europeo y de los Juegos Olímpicos del 92", y debe recordarse un hecho básico, cual es la potencia del ahorro catalán, estos dos hechos, pedagógicamente administrados, pueden en unos años haber provocado un cambio profundo y constructivo que de lugar a la existencia de empresas catalanas de primera fila adecuadamente capitalizadas a partir de la infraestructura económica del país, y con un protagonismo empresarial y bursátil coherente con la dinámica profunda de Catalunya.

#### D - Conclusiones

En definitiva, y para concluir, religando las dos temáticas de mi, quizá demasiada, extensa exposición, el entorno clásico del mercado de valores ha cambiado y está cambiando, con una nueva Ley que altera muchos de los esquemas tradicionales y con una Bolsa de Barcelona en pleno e ilusionante proceso de adaptación al nuevo entorno competitivo, todo ello dentro del apasionante contexto, no de una futura entrada en Europa, sino de ser ya Europa; en esta línea los planteamientos de las empresas, y principalmente de las empresas cotizadas en Bolsa, puede resumirse en dos puntos: una elevada confianza en las instituciones y profesionales que están desarrollando este ineludible e histórico proceso de modernización de una superestructura básica del sistema financiero español, y por otra parte el desarrollo de una especial sensibilidad, dinamismo, y disposición de servicio desde las empresas para coadyuvar a la existencia en este país de un mercado de valores moderno y desarrollado.