

# **El acceso de las empresas andaluzas a los mercados de valores regulados**

**M<sup>a</sup> Isabel Ortega Díaz**  
**Universidad de Jaén**

BIBLID [0213-7525 (2001); 60; 157-173]

PALABRAS CLAVES: Sociedades cotizadas, Mercados de valores, Bolsas, Primer mercado, Segundo mercado

KEY WORDS: Companies with share listed, Equity and debt markets, Stock exchanges, Main market, Parallel market

## RESUMEN

Este trabajo consta de dos partes diferenciadas. En primer lugar, analiza el grado de implicación de las empresas andaluzas en los mercados de valores regulados y trata de aproximarse a las razones que alientan tal actitud, algunas de ellas compartidas con las empresas localizadas en el conjunto de España y otras que se derivan de las peculiaridades del tejido empresarial de esta comunidad autónoma. En segundo lugar, contiene una reflexión sobre las posibilidades y conveniencia de la creación de un mercado de valores de carácter andaluz y apunta algunas iniciativas que se están poniendo en marcha en la actualidad con objeto de aproximar a las medianas y pequeñas empresas al mercado bursátil.

## ABSTRACT

This paper has two clearly defined parts. On the one hand, it analyses the stage of involvement of the andalusian firms in the equity and debt markets and it also tries to be close to the reasons justifying it, some of them shared with the spanish firms and some others derived from the peculiarities of the andalusian enterprises. On the other hand, this study reflects on the possibilities and the convenience of the creation of an andalusian equity and debt markets and it points out some starting initiatives which seek to bring nearer small and medium firms to the stock market.

---

## 1. INTRODUCCIÓN

---

La admisión de empresas en los mercados de valores implica para las mismas el obligado cumplimiento de unos requisitos establecidos y la asunción de ciertos compromisos, pero a la vez el disfrute de importantes ventajas. En primer lugar, la incursión en estos mercados facilita a las sociedades mayores posibilidades en la obtención de recursos financieros, fundamentalmente para financiar su crecimiento a largo plazo, a la vez que les permite una superior diversificación de las fuentes empleadas y un abaratamiento respecto a la financiación bancaria. Ello es posible al favorecer la canalización de un mayor número de inversores potenciales a los

valores emitidos, en primer lugar, por el establecimiento objetivo de los precios de sus valores ante la confrontación amplia de la oferta y demanda de los mismos y ante el aumento de la liquidez con que estos mercados dotan a las inversiones financieras, que permite la recuperación rápida de los recursos invertidos. A estas ventajas se les unen otras como la ampliación de la base actual de accionistas –lo que puede conllevar efectos beneficiosos de control–, la publicidad gratuita que supone la aparición en boletines de cotización, la mejora de la imagen de la compañía que implica la firme disposición de la dirección de la sociedad por entablar la gestión rigurosa y profesionalizada requerida por estos mercados, la valoración objetiva de una sociedad que permite emplear las acciones como medio de pago o de intercambio, la posibilidad de obtención en gran parte de las empresas medianas y pequeñas de unas plusvalías sin la pérdida de control de la sociedad, etc.

No obstante, observamos cómo las empresas españolas en general y las andaluzas, en particular, siguen mostrándose reacias a dar el paso de solicitar su admisión en alguno de los mercados regulados. Además, las que ya cotizan no representan a los sectores económicos que lideran el crecimiento económico español de los últimos años. Faltan muchas medianas y grandes empresas, desincentivadas ante esta opción, englobadas en los sectores del turismo, de la distribución, etc. De ahí que en este artículo nos propongamos analizar el grado de implicación que actualmente registran las sociedades andaluzas en estos mercados y las razones que subyacen en su comportamiento. Asimismo, reflexionaremos sobre la idoneidad de la posible creación de un mercado dirigido a la cotización de empresas andaluzas de mediana y pequeña dimensión.

Con carácter previo a la exposición del contenido de este trabajo, debemos hacer referencia a las dificultades encontradas en la obtención de una información completa referida a las empresas andaluzas, sin que se encuentren disponibles datos relativos a determinadas características o correspondientes al grado de desglose apropiado relativo a ciertas modalidades de las mismas que se requieren en este trabajo. Así, por ejemplo, aunque el análisis debemos centrarlo en torno a las sociedades anónimas, como candidatas a acceder al primer o al segundo mercado bursátil<sup>1</sup>, no siempre encontramos disponibles las cifras referidas a las mismas, por lo que con frecuencia hemos tenido que emplear datos relativos al total de empresas.

1. Un segundo mercado es un mercado bolsístico orientado a la cotización en el mismo de empresas pequeñas o medianas que, por su dimensión, difícilmente pueden cumplir los requisitos establecidos para el acceso a la cotización en un primer mercado. Se trata, por tanto, de una alternativa donde se suavizan los requerimientos de acceso, que se transforman en otros menos restrictivos y costosos, y se adaptan a las peculiaridades de este tipo de empresas a fin de facilitarles la canalización de fondos y dotar de liquidez a los valores en propiedad de los inversores.

---

## 2. PRESENCIA ACTUAL DE EMPRESAS ANDALUZAS EN LOS MERCADOS DE VALORES REGULADOS

---

Al objeto de valorar el grado de presencia de las empresas andaluzas en el ámbito de los mercados valores, debemos referirnos brevemente a los requerimientos de admisión y permanencia que deben satisfacer en caso de optar a su incorporación en los mismos. En España tales requisitos son muy reducidos -más aún en el segundo mercado-, por lo que a un número muy elevado de aquellas se les brinda esta oportunidad aunque no presenten un gran tamaño. La cotización se orienta a las sociedades anónimas, cualquiera que sea su actividad, aunque en el caso del primer mercado se le exigen al menos dos años de existencia, mientras en el segundo mercado se admiten incluso las empresas de reciente creación. Al margen de los requisitos de información y de pago de unos costes, las principales condiciones que se necesitan reunir por parte de las empresas que quieran acceder al mercado bursátil son los que recogen a continuación de modo sintetizado. El interés de los mismos radica en que constituyen los únicos requerimientos previos que deben cumplir las empresas aspirantes.

### REQUISITOS DE ACCESO A LA BOLSA DE MADRID PARA EMPRESAS NACIONALES (salvo instituciones de inversión colectiva)

#### A) Acciones:

- Capital social mínimo de 200 millones de pesetas.
- A efectos de determinar el cumplimiento de mínimo establecido en el epígrafe anterior, no se tendrá en cuenta la parte del capital correspondiente a accionistas cada uno de los cuales, directa o indirectamente, posea una participación en el mismo igual o superior al veinticinco por ciento.
- Beneficios en los dos últimos años o en tres no consecutivos en un período de cinco que hayan sido suficientes para repartir un dividendo de, al menos, un seis por ciento del capital social desembolsado, una vez hecha la previsión para impuestos y dotadas las reservas legales.
- Existencia de al menos 100 accionistas con una participación individual inferior al veinticinco por ciento del capital. En el caso de primeras admisiones a cotización, de no cumplirse este requisito, el emisor deberá efectuar una oferta pública de venta de valores para conseguirlo.

#### B) Obligaciones y valores similares

- El importe total nominal de los valores puestos en circulación de cada emisión será como mínimo de 100 millones de pesetas.
- El número de tenedores con participación individual inferior al veinticinco por ciento del volumen de la emisión será al menos de cien. En caso de no darse esta circunstancia, el emisor podrá otorgar mandato a entidades que hayan de atender públicamente la contrapartida de las ofertas y demandas en régimen de mercado, hasta el cumplimiento de la misma.

REQUISITOS DE ACCESO A UN SEGUNDO MERCADO OFICIAL ESPAÑOL  
(REAL DECRETO 710/1986 DE 4 DE ABRIL)

A) ACCIONES

- Capital social mínimo de 25 millones de pesetas.
- No exigencia de beneficios exigibles, incluso se aceptan las pérdidas.
- No exigencia de número mínimo de accionistas.

B) OBLIGACIONES

- El importe total nominal de los valores puestos en circulación de cada emisión será como mínimo de 25 millones de pesetas, debiendo las acciones cotizar previamente.
- No exigencia de número mínimo de accionistas.

A pesar de las facilidades señaladas, debemos catalogar como muy reducida la participación registrada en la actualidad por las empresas andaluzas en los mercados de valores. El Cuadro 1 recoge el listado de sociedades admitidas en alguna bolsa española con esta procedencia geográfica<sup>2</sup>. Como se aprecia sólo son ocho las que se encuentran cotizando en renta variable, radicadas en su mayoría en Sevilla, y de las cuales sólo seis se integran en el sistema de interconexión bursátil. El resto lo hacen en el sistema de corros de la bolsa madrileña. Junto a estas sociedades, existe una que presenta una de sus emisiones admitida en el mercado electrónico de renta fija. Todo esto cobra su verdadera y desproporcionada magnitud si consideramos que sólo en la Bolsa de Madrid al finalizar 1999 se encuentran admitidas aproximadamente 600 empresas. Además, como también se desprende del Cuadro 1, la liquidez de los valores andaluces admitidos a cotización en un mercado de corros presentan una liquidez muy reducida<sup>3</sup>. Por su parte no encontramos compañías andaluzas que hayan accedido a la modalidad de un segundo mercado.

2. Además de las empresas andaluzas que cotizan en mercados bursátiles, debemos tener en cuenta que la Junta de Andalucía negoció durante 1999 un total de 39 emisiones vivas en el mercado electrónico de renta fija, con un saldo vivo de 565.039 millones a final de año, las cuales registraron un volumen de actividad de 4.172 millones euros y un índice de liquidez del 0,7. Algo semejante sucedió con el Ayuntamiento de Sevilla y con varias entidades estatales de la comunidad andaluza, como son la Junta del Puerto de la Bahía de Cádiz y los Puertos de Algeciras, Huelva, Málaga y Sevilla, aunque en todos estos casos el volumen del saldo vivo ha sido muy reducido.
3. El índice de frecuencia es un indicador que informa sobre la liquidez del mercado. Es el porcentaje de sesiones en las que se ha registrado contratación de un valor, por lo que puede entenderse como una estimación de la probabilidad de que el valor cotice en un día determinado. Por su parte, el índice de liquidez o tasa de rotación es otro modo de expresar lo que recoge el anterior indicador pero se obtiene a través de la relación entre los volúmenes de contratación efectiva y la capitalización bursátil de un valor.

CUADRO 1  
**EMPRESAS ANDALUZAS QUE COTIZAN EN ALGÚN MERCADO  
 BURSÁTIL (CAPITALIZACIÓN Y CONTRATACIÓN REGISTRADA EN 1999 EN MILLONES DE PTAS.)**

SOCIEDAD	ORIGEN	SECTOR	MERCADO	CAPITALIZACIÓN		I.F.	I.L.
				BURSÁTIL	EFFECTIVA		
ABENGOA, S.A.	Sevilla	Metalmecánica	SIB	78.350	31.113	100,0	38,7
AHORROCAPITAL S.I.M.	Sevilla	S.I.M.	Madrid	499	28	30,0	4,9
BANCO DE ANDALUCÍA	Sevilla	Bancos	SIB	126.540	5.779	100,0	4,5
INMOBILIARIA DEL SUR, S.A.	Sevilla	Inmobiliarias	Madrid	10.094	133	14,0	1,6
MONTE DE P. Y C.A. HUELVA Y SEVILLA	Sevilla	Bancos	M.Electónic. RF	1.500 (*)	776	---	51,0
PULEVA, S.A. (**)	Granada	Alimentación	SIB	70.457	105.364	100,0	141,8
SOTOGRAÑDE, S.A.	San Roque (Cádiz)	Inmobiliarias	SIB	17.355	32.456	100,0	165,8
FUNESPÑA	Almería	Serv. Funerarios	SIB	23.061	13.497	100,0	47,9
SUPERDIPLO	Guadalhorce (Málaga)	Comerc. y otros serv.	SIB	161.228	97.554	100,0	61,1

Fuente: CNMV. Datos Básicos de los Mercados de Valores, 1999. Elaboración propia.

Notas: I.F.= Índice de frecuencia; I.L.= Índice de liquidez.

(\*) Saldo vivo de la emisión al 30 de diciembre de 1999.

(\*\*) Puleva se fusionó en el año 2000 con Azucarera Ebro, adquiriendo la denominación de Ebro Puleva.

La Compañía Sevillana de Electricidad fue excluida en 1999 de la cotización.

Existen también algunas otras empresas andaluzas con emisiones negociables en el mercado AIAF de renta fija pero su presencia continúa siendo sensiblemente reducida. Concretamente, el Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla se encuentra presente en dicho mercado con seis emisiones de pagarés, a las que les corresponde un salvo vivo a final de 1999 de 9.378 millones de pesetas, un volumen de negociación por un importe de 2.768 millones y un índice de liquidez del 29,8. En este mercado también está presente la Caja San Fernando de Sevilla y Jerez, en este caso dentro del segmento de bonos y obligaciones, con dos emisiones que registran en la misma fecha un saldo vivo nominal y una contratación efectiva, respectivamente, de 10.000 y 865 millones de pesetas, y un índice de liquidez de 8,7.

Si bien podemos señalar algunas razones para justificar este comportamiento que se deriva de la idiosincrasia de las empresas andaluzas y que posteriormente apuntaremos, debemos también mencionar algunas otras causas que son compartidas con el resto del tejido empresarial español. En el caso del primer mercado bursátil se presentan reticencias por parte de muchas empresas que cuentan con las características exigidas para su admisión en la cotización, pero que aún no han optado por esta alternativa. Como factores que justifican este comportamiento destacamos el temor a la intromisión de accionistas no deseados que puedan oponerse a la continuidad de la gestión actual, la importancia de la inversión en tiempo y dinero que requieren los estudios de viabilidad de un posible acceso al mercado bursátil aunque finalmente se descarte, los requerimientos que los mercados establecen para la empresas participantes en materia, entre otras, de suministro de información y transparencia de los resultados de la gestión o, por último, la necesidad de establecer una política de dividendos y de exhibir unos resultados positivos que estimulen las cotizaciones aunque también conlleve un mayor pago de impuestos. Estas causas que originan la escasa disposición por parte de las empresas españolas a incorporarse a la cotización son completamente aplicables al caso particular de las radicadas en Andalucía.

A las anteriores se les unen algunas otras razones en referencia al acceso a los segundos mercados. En primer lugar, en las PYMES se acentúa el desinterés hacia el empleo de la opción de la cotización bursátil ante el temor de perder el control de la empresa, especialmente cuando la propiedad es de tipo familiar o está vinculada a un grupo reducido de socios. En segundo lugar, debemos referirnos a la pequeña tradición en el empleo de esta modalidad de financiación y al desconocimiento imperante de sus características o atractivos. Debemos considerar también como un elemento desincentivador los reducidos requisitos para solicitar la admisión en un primer mercado bursátil español, lo que ha conducido a que muchas empresas regionales de reducida dimensión y escasa contratación, candidatas a engrosar los segundos mercados hayan optado por esta otra alternativa, de modo que se deja carente de sentido su existencia. Si el primer mercado hubiera establecido un capi-

tal social mínimo de 500 millones de pesetas, probablemente el segundo mercado funcionaría en mejores condiciones y con una mayor liquidez.

Desde la óptica de los inversores la reducida liquidez que caracteriza a los segundos mercados españoles, el conocimiento de que su inversión es respaldada por unos activos no muy voluminosos dada la dimensión de las empresas, el mayor riesgo que conllevan las inversiones que financian las actividades realizadas por PYMES y la reducida familiaridad con las mismas no favorecen un acercamiento a estos mercados, que encuentran un mayor atractivo en la inversión en valores admitidos en el primer mercado bursátil. Ello contribuye a perpetuar el estancamiento en que se desenvuelven estos mercados en España.

Por su parte, no disponemos de suficiente información ni de estudios rigurosos que permitan señalar cuáles son los factores desincentivadores para el acceso específico de las empresas andaluzas a los mercados de valores regulados. Encontramos, de hecho, una importante carencia de datos específicamente referidos a la realidad empresarial de esta comunidad autónoma, por lo que en muchas ocasiones se emplean cifras nacionales que, por extensión, se aplican a este ámbito, que contienen información de sucesos similares pero no de las singularidades y problemática específica. En esta ocasión, para extraer algunas conclusiones nos centraremos básicamente en la información suministrada por la Central de Balances de Actividades Empresariales de Andalucía y por Analistas Económicos de Andalucía, aunque resulte incompleta para estudiar algunos aspectos de este análisis.

El tejido empresarial andaluz presenta ciertos rasgos diferenciales respecto al resto de España<sup>4</sup> que pueden afectar negativamente en referencia a sus posibilidades de acceso al mercado bursátil, por lo que a continuación serán destacados los más relevantes. El primero de ellos se encuentra en el ámbito de su situación financiera. En concreto, teniendo en cuenta la exigencia para la admisión a cotización en términos de un volumen de capital social mínimo, debemos referirnos a la descapitalización relativa de las empresas andaluzas, dado el reducido peso de sus recursos propios. Según la Central de Balances de Actividades Empresariales de Andalucía, en 1998 sólo el 34,31 por ciento del pasivo de las empresas andaluzas corresponde a los recursos propios -lo cual es más acentuado en las empresas más pequeñas-, frente al 40,8 por ciento a que asciende esta cifra referida al conjunto del país según la Central de Balances del Banco de España. Ciñéndonos a las sociedades anónimas, que son las que están llamadas a acceder al mercado bursátil, este hecho también es avalado por las Estadísticas de Sociedades Mercantiles del Instituto Nacional de Estadística, según las cuales en 1998, el capital social medio de éstas fue de 165,73 millones de pesetas, frente a los 270,27 que les correspondió en el conjunto de España.

4. Consultar Alcalá Olid, F., García Roa, J. y Martín Mesa, A. (1996, pp. 257-291).

Otro argumento que podríamos emplear para justificar la escasa disposición de las empresas andaluzas a acceder al mercado bursátil es la reducida dimensión que muestran. Se trata de un rasgo que debemos contemplar porque la existencia de una cierta identidad entre propiedad y control, una cuota de mercado pequeña, una cierta intensidad en el factor trabajo o la ausencia de estructuras de organización, dirección y gestión especializadas que suelen caracterizar a las empresas de menor dimensión, pueden resultar un obstáculo que dificulte la opción de acceder al mercado. En cualquier caso, este rasgo que caracteriza a las empresas andaluzas es difícil de evaluar dada la inexistencia de unos criterios objetivos y generalizados para delimitar cada categoría de tamaño empresarial. A tal fin hemos optado por emplear la metodología utilizada por la Central de Balances de Actividades Empresariales de Andalucía, la cual a su vez se basa en los criterios recogidos en la Recomendación 96/280/CE de la Comisión de las Comunidades Europeas sobre la definición normalizada de pequeñas y medianas empresas, aunque sin obviar algunas particularidades del entorno andaluz. En ella se señalan cuatro criterios para delimitar la dimensión de las empresas:

- a) Número de trabajadores empleados.
- b) Volumen de negocio. Atendiendo a la información que se ofrece sobre empresas andaluzas, sin diferenciación de modalidades jurídicas, podemos aproximarnos a esta variable empleando los ingresos de explotación. Las empresas para ser consideradas medianas deben registrar unos ingresos de explotación mayores de 1.110,2 millones de pesetas y para serlo como grandes, 6.344,0 millones de pesetas. A su vez, el elevado número de pequeñas empresas existentes en Andalucía ha requerido que la información suministrada por la Central de Balances desagregue la cifra de pequeñas empresas en tipo I, II y III cuando sus ingresos no sobrepasen los 25 millones de pesetas, se encuentren entre 25 y 250 millones de pesetas o sobrepasen los 250 millones de pesetas, respectivamente.
- c) Balance. Se consideran a las empresas pequeñas hasta 793,0 millones de pesetas y a las grandes desde 4.282,2 millones de pesetas.
- d) Independencia. Según la recomendación de la Unión Europea se entiende como tal al hecho de que se cumplan los siguientes requisitos: 1) que el 25 por ciento del capital no esté controlado por un mismo agente y 2) que no haya dominio de hecho. No obstante no disponemos de información agregada para aplicar este criterio.

Atendiendo a estos criterios, la distribución por tamaños de las empresas andaluzas que realiza la Central de Balances de Actividades Empresariales de Andalucía se muestra en el siguiente Cuadro 2, donde queda patente la reducida proporción de



empresas medianas o grandes respecto a las registradas en el conjunto de España y su fuerte asimetría, dado el predominio de las empresas de reducida dimensión, el considerable número de las medianas y la existencia de muy pocas empresas grandes:

CUADRO 2  
**DISTRIBUCIÓN DEL NÚMERO DE EMPRESAS EN ANDALUCÍA  
ATENDIENDO AL TAMAÑO. AÑO 1998**

Categorías	Nº de empresas
Pequeñas	40.604
- Tipo I	17.843
- Tipo II	18.928
- Tipo III	3.833
Medianas y grandes	1.296
Total	41.900

Fuente: Central de Balances de Actividades Empresariales de Andalucía.

En el Cuadro anterior la Central de Balances no tiene en cuenta el criterio del número de trabajadores a pesar de haberlo reconocido previamente como un dato relevante. Aduce para justificar tal decisión que no se dispone de la información necesaria para ello, porque si bien el IEA (Instituto de Estadística de Andalucía) ofrece esta información, lo hace por establecimientos pero no por empresas. No obstante, si empleamos la información que suministra el DIRCE (Directorio Central de Empresas del INE) de 1999, podemos comprobar que los datos confirman las conclusiones anteriormente expuestas sobre la dimensión de las compañías andaluzas respecto al total nacional. En concreto, en 1999 el 10 por ciento de las empresas nacionales con una contratación de 50 o más empleados se encontraban en Andalucía, mientras que el porcentaje ascendía hasta el 14 por ciento en el caso de sociedades sin asalariados o con un número de éstos inferior a 50.

Un tercer rasgo diferencial de las empresas andaluzas que puede también influir en su acceso a los mercados que nos ocupan es su menor capacidad relativa de generar valor añadido a la vez que el componente salarial alcanza un peso notable en las mismas. La diferencia entre ambos podemos considerarla como una baja capacidad de generación de excedentes, que es más acentuada conforme observamos a las empresas de menor dimensión porque aunque el valor añadido en ellas sea superior también lo es y, en mayor medida, la importancia del componente salarial. Las cifras suministradas por el Directorio e Informe Económico y Financiero del Instituto de Fomento de Andalucía revelaron que el valor añadido bruto al coste de

los factores y los gastos de personal de las empresas andaluzas alcanzaron, respectivamente, el 21,73 y el 14,07 por ciento de la cuenta de resultados agregada en 1997.

Un nuevo factor a destacar es el inferior número de empresas andaluzas susceptibles de cotizar en bolsa que se registra en comparación con el resto del territorio nacional. Diversos datos ilustran este hecho. Así, por ejemplo, las empresas andaluzas con más de 2.500 millones de pesetas de ventas –unas 300– representaban en 1996 en torno al 6 por ciento del total de empresas registrado en España, lo cual constituye un porcentaje muy por debajo del peso económico que corresponde a esta comunidad autónoma respecto al global nacional, si consideramos que Andalucía en tal año contribuía casi en un 13 por ciento al PIB nacional. Sólo unas 50 empresas andaluzas figuran entre las 1.000 mayores empresas de España, lo cual se agrava si extendemos el campo de observación al ranking de las 2.000 primeras empresas del país porque apenas encontraremos 130 andaluzas. No en vano, sólo un 7 por ciento de las empresas nacionales que facturan más de 1.000 millones de pesetas se encuentran en Andalucía, y sólo el 4 por ciento de aquellas tienen más de 4.000 empleados<sup>5</sup>. Particularizando al caso de las sociedades anónimas, encontramos que frente a las 133.410 inscritas en España en 1999 según el DIRCE, en Andalucía sólo había 12.250, de las cuales algo más del 50 por ciento se encontraban en Sevilla o Málaga. Así, esta carencia de empresas grandes como rasgo que define el tejido empresarial andaluz es un factor más que actúa en detrimento de un mayor número de las mismas en la cotización oficial.

Por último, también debemos hacer referencia al coste financiero (o coste de la deuda) que soportan las empresas andaluzas, aspecto en el que sí se encuentran más equiparadas con las del resto de España y que en caso de ser elevado podría animar a las empresas a acceder al mercado bursátil como medio para facilitar y abaratar su futura financiación. En 1998 esta carga supuso el 1,92 por ciento en Andalucía del resultado neto de explotación. Se observa también cómo el coste de la deuda de las empresas de menor dimensión es más reducido que en el caso de las mayores, lo que refleja la política de apoyo financiero a las PYMES que se ha impulsado desde la Administración autonómica andaluza y que han respaldado las instituciones financieras regionales.

---

### 3. REFLEXIONES SOBRE LA CONVENIENCIA DE CREACIÓN DE MERCADO BURSÁTIL EN ANDALUCÍA

---

En la actualidad, la existencia de modernos soportes informáticos que permiten el acceso a la contratación de valores bursátiles desde cualquier punto de la geografía

5. Analistas Económicos de Andalucía (1996, pp.40-41).

nacional y la necesidad de lograr una mayor eficiencia en costes para mejorar la competitividad, justifican que ya no se requiera e, incluso, se desaconseje la descentralización y el emplazamiento de varios mercados bursátiles en diferentes y estratégicos ámbitos locales o regionales. Esto tiene lugar, además, en un contexto donde se tiende a la globalización e integración de los mercados de valores a nivel internacional.

Refiriéndonos a los primeros mercados bursátiles españoles, la creación del SIBE podría haber eliminado la fragmentación existente generada al convivir en España, junto al anterior, cuatro bolsas tradicionales que conservan su identidad. Sin embargo, éstas han pervivido a pesar de su reducida dimensión por razones que se fundamentan en motivaciones meramente políticas, al encontrarse situadas en plazas y comunidades autónomas que han ejercido y ejercen importantes papeles políticos o económicos.

Como se desprende del Cuadro 3, las sociedades negociadas en el sistema continuo representaban el 98,86 por ciento de la contratación y el 90,39 por ciento de la capitalización en 1999, con lo que queda evidenciado que la cuota que se reparten las bolsas tradicionales es prácticamente insignificante. Muy diferente es la distribución del número de sociedades cotizadas, dado que sólo el 10,50 por ciento de las mismas se encuentran admitidas en el sistema de interconexión bursátil al finalizar el año citado. Esto, sin embargo, no distorsiona la percepción de extremada concentración en el mismo del grueso del negocio bursátil español si atendemos a que éste último se trata de un dato que no resulta representativo porque del número de empresas que cotizan en los respectivos sistemas de corros sólo una cantidad reducida puede considerarse significativa, tanto en términos de contratación como de capitalización. En definitiva, este análisis de la dimensión de los diferentes mercados tradicionales respecto al de interconexión nos permite concluir que, en aras de la eficiencia, debe renunciarse a soluciones que se aparten de la tendencia a la integración del mercado español.

CUADRO 3  
**COMPARACIÓN DEL MERCADO CONTINUO CON LAS BOLSAS  
TRADICIONALES EN 1999**

(Porcentaje que corresponde a cada mercado respecto del total de valores de  
renta variable cotizados)

	SIBE	Madrid	Barcelona	Bilbao	Valencia
Empresas	10,50	42,29	27,39	13,14	22,76
Contratac. Efectiva	98,86	0,69	0,31	0,06	0,08
V. de capitalización	90,39	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.

Fuente: CNMV, *Datos Básicos de los Mercados de Valores e Informe Anual, 1999*. Elaboración propia.

Nota: Los datos referidos al número de empresas recogen las duplicidades en las cotizaciones, por lo que la suma no resulta el 100%.

En cualquier caso y a la luz de los hechos que se han presentado, no parecen darse las circunstancias que aconsejen la creación de ningún otro primer mercado periférico, en concreto en el entorno andaluz. A todo ello se le unen la inexistencia de masa crítica suficiente y la poca tradición de acceso a la cotización por parte de las empresas con este origen, lo que desaconseja y hace improbable la formación de una bolsa en Andalucía, a pesar de tener los Estatutos de Autonomía transferencia expresamente la competencia sobre la posible creación de un mercado bursátil<sup>6</sup>. La creación de un mercado andaluz de carácter independiente conduciría, además, a una ineficiencia en costes al multiplicar los propios órganos e intermediarios, colaboraría en el mantenimiento de la baja liquidez que se manifiesta en los actuales mercados periféricos y consolidaría la segmentación que existe hoy día en el mercado nacional, donde además sucede que algunos valores cotizan en varias bolsas a la vez –con las consecuencias que esto conlleva sobre la correcta formación de los precios–.

No obstante, estimamos que la reflexión anterior no debe suponer necesariamente la desaparición de los primeros mercados tradicionales que existen en la actualidad porque podrían reorientarse hacia la promoción financiera de pequeñas y medianas empresas y, con ello, al desarrollo regional. A tal fin, deberían especializarse en valores regionales de PYMES con los que los inversores locales o de las proximidades estén más familiarizados por la cercanía geográfica. Asimismo, una nueva estrategia que podrían implantar estos centros para asegurar su continuidad consistiría en ampliar el abanico de productos que en ellos se pueden comercializar hacia la actividad de derivados sobre materias primas, como viene ocurriendo con el mercado de futuros sobre cítricos de la Bolsa de Valencia.

Refiriéndonos, a continuación al segmento bursátil dirigido a empresas medianas y pequeñas, al cual podrían enfocarse muchas empresas andaluzas debemos comenzar realizando un pequeño balance del funcionamiento actual de los segundos mercados, figura implantada en numerosos países (EE.UU, Reino Unido, Francia, Alemania, Bélgica, Holanda, Dinamarca, Suecia, Japón, Canadá, etc.), aunque con diferentes grados de éxito en la consecución de los objetivos perseguidos. Sin embargo, salvo en el caso estadounidense, todos ellos representan una dimensión poco importante en comparación con los primeros mercados.

6. La Consejería de Hacienda y Planificación de la Junta de Andalucía encargó a la empresa Price Waterhouse en febrero de 1988 la realización de un estudio de viabilidad y oportunidad de creación de un centro de contratación dentro de la comunidad autónoma. El informe restó atractivos al proyecto al destacar que presentaba notables inconvenientes desde el punto de vista económico-financiero, jurídico y socioeconómico, a pesar de que el proyecto contara con los requerimientos técnicos necesarios.

En la actualidad conviven cuatro segundos mercados en España, emplazados en los centros de contratación bursátil existentes –al de Barcelona<sup>7</sup> se le unieron posteriormente los de Madrid, Bilbao y Valencia–. En sus orígenes, la aparición de estos mercados no generó demasiado entusiasmo. Finalmente, tras haber transcurrido quince años desde la publicación de las disposiciones legales regulatorias –período suficientemente amplio como para dotarnos de la perspectiva que nos permita extraer conclusiones definitivas sobre el desarrollo de éstos–, podemos concluir que ha persistido la baja aceptación suscitada tanto entre las empresas que podrían optar a ser admitidas como entre los inversores. Los Cuadros 4 y 5 resumen la información que nos permite realizar dicha evaluación, sin que vislumbremos indicios que puedan revelar ningún cambio en esta tendencia. Al finalizar 1999 sólo 29 sociedades –ninguna de ellas andaluza–, eran cotizadas en alguno de los cuatro mercados, las cuales representan una capitalización de 38.287 millones de pesetas, destacando por su dimensión el mercado catalán dado que algo más de la mitad de tales empresas optaron por éste. Estas cifras permiten apreciar cómo la dimensión que presentan en comparación con la de los primeros mercados se encuentra muy desproporcionada, dado que en éstos a finales de 1999 cotizaban un total de 1.367 sociedades y les correspondía una capitalización bursátil conjunta de 77.279 miles de millones. Por su parte, desde la óptica de la negociación, nos encontramos ante unos valores de reducida contratación y a los que se asocian unos índices de frecuencia muy pequeños, lo que denota un pequeño grado de liquidez y atractivo para los inversores. A modo de ejemplo, comprobamos a partir del Cuadro 5 que en el conjunto de los segundos mercados, un 93,1 por ciento de los valores cotizados son negociados en menos del 25 por ciento de las jornadas destinadas a tal fin, pero es que un 79,3 por ciento presentan una frecuencia de contratación inferior al 10 por ciento. Se trata, por tanto, de mercados pequeños que, por definición, son volátiles, poco profundos, ilíquidos y, como consecuencia de todo lo anterior, ineficientes.

7. En España fue la Bolsa de Barcelona, implantada en una zona geográfica con un entramado empresarial idóneo, la que tomó la iniciativa de la creación de un segundo mercado, el cual comenzó a funcionar a finales de 1982. Posteriormente, el Real Decreto 710/1986, de 4 de abril, crea un segundo mercado de valores oficial en las denominadas en aquel momento Bolsas Oficiales de Comercio, siendo desarrollado por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de septiembre de 1986. En general, estas normas son bastante semejantes a las que caracterizan al segundo mercado de Barcelona, salvo alguna pequeña excepción.

CUADRO 4  
**SEGUNDO MERCADO EN ESPAÑA. AÑO 1999**  
 (Nº de valores, capitalización bursátil, contratación efectiva)

	BOLSA DE MADRID		BOLSA BARCELONA		BOLSA BILBAO		BOLSA VALENCIA		TOTAL SOCIEDADES	
	TOTAL	% TOTAL	TOTAL	% TOTAL	TOTAL	% TOTAL	TOTAL	% TOTAL	TOTAL	% TOTAL
Nº de sociedades	3	9,7	17	58,1	7	25,8	2	6,5	29	100,0
Vol. Capitalización	2.000	5,2	29.555	77,2	5.881	15,4	854	2,2	38.287	100,0
Vol. Contratación	366	7,1	4.659	90,0	81	1,6	68,2	1,3	5.174,1	100,0

Fuente: CNMV, Datos Básicos de los Mercados de Valores, 1998.

Nota: Las cifras de capitalización y contratación están expresados en millones de pesetas.

CUADRO 5  
**SEGUNDO MERCADO EN ESPAÑA. AÑO 1999 (Índices de frecuencia)**

	BOLSA DE MADRID		BOLSA BARCELONA		BOLSA BILBAO		BOLSA VALENCIA		TOTAL SOCIEDADES	
	TOTAL	% TOTAL	TOTAL	% TOTAL	TOTAL	% TOTAL	TOTAL	% TOTAL	TOTAL	% TOTAL
Total sociedades	3	100,0	17	100,0	7	100,0	2	100,0	29	100,0
Soc. con frec. inferior al 25%	3	100,0	15	88,2	7	100,0	2	100,0	27	93,1
Soc. con frec. inferior al 15%	3	100,0	15	88,2	7	100,0	2	100,0	27	93,1
Soc. con frec. inferior al 10%	2	66,7	14	82,4	5	71,4	2	100,0	23	79,3

Fuente: CNMV, Datos Básicos de los Mercados de Valores, 1999.

La creación de un segundo mercado para Andalucía presenta inconvenientes de diversa naturaleza. En el marco de rotundo fracaso en el que se desenvuelven los mercados ya implantados, no parece razonable introducir este mismo modelo y en idénticas conclusiones en una nueva comunidad autónoma, porque a las dificultades encontradas en las experiencias que conocemos se le unirán algunas otras relacionadas con las peculiaridades de esta zona. Aún suponiendo que se lograra una afluencia significativa de empresas, sería muy difícil que el conjunto pudiese alcanzar una capitalización mínima suficiente (situada en torno a los 25.000 millones) para que fuese eficiente la elaboración de información y la intervención en el mercado de los operadores. Además, sería necesario que existiera algún operador andaluz que pudiese adoptar el papel de creador de mercado, lo cual es complicado ante las limitaciones financieras de las principales plazas, salvo que se constituyera dentro de alguna entidad bancaria de un departamento de bolsa con capacidad de operar directamente en el mercado. No obstante, si bien existen claros inconvenientes para que pensemos en un segundo mercado andaluz, no por ello debemos renunciar a sus ventajas, por lo cual apostamos por un proyecto de alcance supra andaluz. Así, debe implantarse alguna fórmula alternativa pero que, a la vez, desarrolle y potencie los objetivos con que se diseñaron los segundos mercados.

Recientemente ha sido creado en España el denominado Nuevo Mercado<sup>8</sup>, destinado a los valores emitidos por empresas dedicadas a la alta tecnología y otros sectores innovadores, con grandes posibilidades de crecimiento. Su aparición se ha llevado a cabo en el contexto de la experiencia favorable que previamente había tenido lugar en el marco internacional. Así, el Nasdaq de Estados Unidos constituye el modelo a emular, mientras que en Europa este tipo de mercados son más recientes pero están cobrando una importancia y dimensión creciente (Euro.NM, Tech-MARK, SWX New Market, Easdaq)<sup>9</sup>.

Este último segmento de negociación de las bolsas españolas se ampara en la Orden Ministerial de Economía y Hacienda de 22 de diciembre de 1999, donde se facilita la admisión a cotización de empresas que no cumplirían los requisitos establecidos para su acceso a las bolsas de valores, en especial el del mantenimiento de beneficios durante varios ejercicios económicos, para que bajo ciertas condiciones puedan lograr este objetivo. De este modo, permite las salidas a bolsa de empresas que se encuentran en una fase de desarrollo o que se integran en sectores que aún no han alcanzado el grado de madurez previsto, con lo que les

8. Comenzó a funcionar el 10 de abril de 2000, como un segmento especial del mercado continuo, con diez valores que ya cotizaban previamente (Abengoa, Amper, Amadeus, Befesa, Corporación IB-MEI, Indra, Radiotrónica, TPI, Terra y Zeltia). No obstante, cuenta con reglas de negociación específicas.
9. Blanco, R. y García-Vaquero, V. (2000, pp. 2-8) llevan a cabo una comparación del marco institucional, evolución reciente y peculiaridades de estos mercados.

facilita el empleo de un nuevo cauce de financiación. No obstante, como contrapartida y especialmente porque en este tipo de empresas el riesgo es mayor, se establecen requerimientos de transparencia informativa más rigurosos y frecuentes que en la bolsa tradicional.

Para llevar a cabo este proyecto con éxito resulta imprescindible que se encuentren vías de desarrollo y potenciación de esta fórmula de mercados, entre los que proponemos la creación de organismos que proporcionen información a las empresas e inversores locales que por desconfianza o temor se muestran reacios a acceder a esta modalidad de mercados, en ocasiones con motivaciones carentes de fundamento, y mecanismos que promuevan la imagen y seguridad de estas bolsas. Junto con ello es imprescindible lograr una agilización en su funcionamiento porque sólo sobrevivirán si se garantiza su liquidez.

Por último debemos considerar que el acceso a la cotización en este nuevo segmento también puede constituir para una empresa con la dimensión adecuada un mecanismo transitorio de aclimatación con vistas a orientarse hacia la admisión en el primer mercado, con lo que una potenciación de aquel podría traducirse en un desarrollo de la dimensión del conjunto de las bolsas. En cualquier caso, no necesariamente las empresas que optan por introducirse en este ámbito deberán ser de reducida dimensión. Hasta el mes de diciembre de 2000, la capitalización de los valores del Nuevo Mercado registró alrededor de 4,45 billones de pesetas, lo que representa una media del 8,32 por ciento sobre el total del Mercado Continuo.

---

#### 4. CONCLUSIONES

---

Brevemente extraeremos algunas de las principales conclusiones que se desprenden de este artículo. En primer lugar se ponen de manifiesto las reticencias mantenidas por las empresas andaluzas a dar el paso de incorporarse a los mercados de valores regulados, las cuales se ven favorecidas por algunos de los rasgos característicos de las mismas. El menor volumen de capitalización, la dimensión que registran, su capacidad de generar beneficios o el número de éstas, todo ello considerado en términos relativos respecto al conjunto nacional, son algunas de las peculiaridades de las sociedades andaluzas que se unen a otras motivaciones compartidas con el resto de empresas españolas, y que desincentivan el acceso a la cotización.

El objetivo de lograr la máxima eficiencia y competitividad desaconseja la creación de mercados de valores de ámbito andaluz, aunque dentro de un entorno de interconexión, es necesario buscar las vías que proporcionen atractivo a la alternativa de la admisión en estos mercados, tanto para hacer llegar a un mayor número de compañías las ventajas de ésta como para proporcionar al mercado nacional la suficiente profundidad, amplitud y liquidez.



## BIBLIOGRAFÍA

- ALCALÁ OLID, F., GARCÍA ROA, J. Y MARTÍN MESA, A. (1996): "La financiación de la empresa andaluza", *Revista de Estudios Regionales*, nº44, pp.257-291.
- ALONSO-MAJAGRANZAS CENAMOR, B. (2000): "Mercados para empresas de alto crecimiento en Europa", *Bolsa de Madrid*, nº 87, pp. 10-15.
- ANALISTAS ECONÓMICOS DE ANDALUCÍA (1996): "Radiografía de la empresa andaluza", *Andalucía Económica*, nº68, pp.38-42.
- BANCO DE ESPAÑA (1999): *Central de Balances. Resultados anuales de las empresas no financieras, 1998*, Banco de España, Madrid.
- BLANCO, R. Y GARCÍA-VAQUERO, V. (2000): "Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía", *Boletín Económico*, Banco de España, mayo, pp. 1-11, Madrid
- BOLSA DE BILBAO (1992): *Modelo de Bolsa de Bilbao para la implantación del mercado bursátil de medianas empresas*, Bolsa de Bilbao.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1998): *Datos Básicos de los Mercados de Valores*, CNMV, Madrid.
- (1998): *Informe Anual*, CNMV, Madrid.
- DÍEZ DE CASTRO, E.P. (1995): (dir.): *La empresa andaluza*, Civitas e Instituto de Fomento de Andalucía, Madrid.
- FERRÁN, E. (2000): "El Nuevo Mercado da sus primeros pasos", *Bolsa de Madrid*, nº 87, pp. 6-9.
- INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA (1998): *Estadísticas de Sociedades Mercantiles*, INE, Madrid.
- (1999): *Directorio Central de Empresas*, INE, Madrid.
- INSTITUTO DE ESTADÍSTICA DE ANDALUCÍA (1999): *Central de Balances de Actividades Empresariales de Andalucía*, IEA, Sevilla.
- INSTITUTO DE FOMENTO DE ANDALUCÍA Y ANALISTAS ECONÓMICOS DE ANDALUCÍA (1999): *Andalucía 99, 10.000 empresas. Directorio e informe económico financiero*, IFA y Analistas Económicos de Andalucía, Sevilla.
- ORTEGA DÍAZ, M.I. (1997): "La pervivencia de las bolsas españolas tradicionales en el marco de la integración europea de los mercados de valores", *XXIII Reunión de Estudios Regionales*, Valencia.
- PRICE WATERHOUSE (1988): *Estudio de viabilidad de un centro de contratación de valores en Andalucía*.
- SOLER MOVILLA, M.A. (1999): "Easdaq y Euro.NM: Mercados paneuropeos para PYMES", *Actualidad Financiera*, nº1, pp.41-60.
- VILLALBA, F: (1995): "Empresarios y empresas en Andalucía. Financiación y competitividad", *Boletín Económico de Andalucía*, nº19.