

La vorágine de cambios y el crecimiento de la actividad entre 1995 y 2001 se saldó con grandes beneficios y un exceso de capacidad que la crisis en los mercados se encargó de desvelar. El futuro apunta fuerte competencia y la especialización como mejor arma para afrontarla.

Los intermediarios de valores en España hoy

A finales de la década de los 80, los antiguos Agentes de Cambio y Bolsa vieron como la Ley de Reforma de los Mercados de Valores en España, les conminaba a subsistir convertidos en sociedades anónimas sujetas a reglas de mercado más abiertas y exigentes (Sociedades y Agencias de Valores). Apenas cuatro años más tarde, cuando empezaban a asentarse las nuevas reglas de juego, el negocio de la intermediación de valores cambia radicalmente al incluirse la figura del Pasaporte Único en Europa, un paso de gigante hacia la deslocalización, cuyas consecuencias más inmediatas iban unidas al reto de la competencia internacional en entornos muy diferentes a los que hasta el momento se conocían, caracterizados por mercados electrónicos, de acceso masivo, sin títulos físicos y, consecuentemente, mucho más ágiles desde el punto de vista de la operativa. Desde entonces, la intensidad y la velocidad de los cambios han marcado la pauta: la integración europea, la moneda única, el fuerte crecimiento de los mercados de valores, la rápida innovación financiera o la implantación de las nuevas tecnologías, han sido esquemáticamente los condicionantes del desarrollo del negocio de la intermediación en valores en el último decenio. Por si fuera poco, el declive de las cotizaciones bursátiles vivido entre marzo de 2000 y principios de 2003, vino a elevar el listón de las dificultades para los gestores de los intermediarios bursátiles (hoy englobados en el genérico Empresas de Servicios de Inversión o ESIs). Así pues, el despertar del siglo XXI para el sector ha estado marcado por el replanteamiento de estrategias de crecimiento, la flexibilización de costes y el uso de fuentes alternativas de ingresos. Ahora, cuando el mercado parece dar señales de una fortaleza renovada, son muchos los retos pendientes para este negocio, donde la especialización, la presión de márgenes y la concentración marcan las pautas de futuro.

Pilar Gomiz,
Periodista

Durante los últimos cinco años, el sector de la intermediación en España ha sufrido una evolución casi vertiginosa, provocada por una serie de factores que han caracterizado el desarrollo de un negocio cuya *"situación actual es difícil y obliga a ajustar costes, intentar mantener ingresos y ofrecer todo tipo de servicios en un entorno muy competitivo"*. Así describe Ignacio Crespo, director de Renta Variable

Nacional de Ahorro Corporación, el momento actual que vive la intermediación y que ha obligado a sus protagonistas a cambiar el rumbo de sus estrategias en una continua búsqueda de la especialización en cualquiera de sus modalidades.

Entre los factores que han empujado la situación de la industria hasta el momento actual destacan los siguientes: un fuerte incremento de volúmenes, con relativa presión en comisiones; un paulatino aumento del grado de sofisticación del cliente; la internaciona-

lización, especialmente en Europa, de las inversiones en bolsa; una mayor competencia de intermediarios de entidades internacionales; fuertes requerimientos de capacidad de servicio y ejecución global; y un crecimiento muy significativo del uso de productos diferentes de la renta variable, especialmente los derivados. La mayoría de ellos son consecuencia del impacto producido por la globalización -fundamentalmente por la implantación del euro y la desaparición del riesgo de divisa- y el aumento de la cultura



mente en la última etapa de los noventa y que generó un volumen creciente y muy elevado de actividad, pasando de un mercado reducido a un mercado donde se trabaja para millones de personas. En segundo lugar, la evolución de la tecnología, tanto en el establecimiento de sistemas de mercado continuo y contratación vía informática por parte de las Bolsas, como con la llegada de nuevos canales telemáticos para el particular pues sin estas innovaciones no hubiera sido posible canalizar la creciente demanda de órdenes que llegan al mercado”.

Las empresas de intermediación, animadas por el auge de actividad, realizaron importantes esfuerzos en sus estructuras durante estos años para atender la creciente demanda. “Durante el último lustro de los noventa, se hicieron importantes esfuerzos en el sector para adaptarse a la tecnología, pero también en conseguir departamentos de back-office que finalmente han resultado sobredimensionados en costes y en personal, con el consecuente apalancamiento que esto conlleva”, señala Juan José Fernández Figares, director de Análisis de la firma independiente Link Securities, A.V.

LA BANCARIZACIÓN DE LA INDUSTRIA DE VALORES

Mientras la actividad del mercado financiero español experimentaba esta expansión (particular pero no como fenómeno exclusivo en España), cada vez eran más las casas extranjeras que llegaban a España, procedentes especialmente de grandes bancos de inversión y cuya entrada en nuestro país se producía bien a través de la compra de sociedades o agencias independientes ya existentes, o bien mediante la instalación directa de sucursales aquí. Este fenómeno, unido a las elevadas cuotas de mercado de los grandes bancos españoles fue desarrollando un proceso de bancarización del sector de la intermediación en España, obligando a los intermediarios independientes a competir con nuevos productos más sofisticados que lanzaban los bancos, más allá de los depósitos financieros, como por ejemplo los fondos de inversión, los productos de inversión alternativos que mayor auge han experimentado en los últimos 15 años. “Sin duda, el lanzamiento de los fondos de inversión ha supuesto un punto de referencia para el sector de la intermediación. No podemos hablar de qué ha sucedido en él y obviar el in- >

de inversión en renta variable en Europa, que ha contribuido a la aparición de inversores con mayores conocimientos y más preparación. Sin olvidar un paulatino aumento de los canales de órdenes electrónicas remotas y la concentración del grueso del negocio a través de los brokers globales. Con todos estos ingredientes, los retos a los que se enfrenta la industria de valores, en palabras del responsable del departamento de inversión de un importante banco global con presencia en España, se resumen en tres: “un exceso de capacidad en el sector, la adaptación a la innovación tecnológica y las nuevas tendencias en productos y actividades y la presión de los márgenes”.

UNA HISTORIA CORTA: LA ACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD LLEVA A UN EXCESO DE CAPACIDAD EN POCOS AÑOS

La llegada del Pasaporte Único en 1993 -que permite a un intermediario comunitario del mercado de valores operar en todo el territorio de la Unión Europea- supuso el primer paso formal hacia la integración y apertura de los mercados de valores en Europa. En Es-

paña, este proceso permitió la entrada de entidades de intermediación internacionales, que importaron su “knowledge” probado en mercados más desarrollados que el español de aquel momento. De la mano de este fenómeno, llegó el denominado “capitalismo popular” y la actividad bursátil adquirió volúmenes insospechados hasta el momento, incentivada por la llegada del euro años más tarde y la paralela desaparición del riesgo cambiario que añadió nuevos argumentos favorables a la inversión transfronteriza.

En un proceso simultáneo al descrito, las nuevas tecnologías supusieron toda una revolución con profundos procesos de transformación para adaptarse al nuevo entorno, marcado por sistemas de acceso al mercado más rápidos y la presencia de Internet como nuevo canal de intermediación. “De todos los cambios importantes que se han producido en los últimos años, para la intermediación hay dos que destacan por encima de todo y que se han alimentado mutuamente”, explica Juan Carlos Ureta, presidente del broker independiente Renta 4. “El primero ha sido el fuerte incremento de la demanda de renta variable que se produjo especial-

> *crecimiento espectacular de la inversión colectiva”, señala Salvador Martín, director de Operaciones de Inversis Banco .*

La proliferación de estos productos, supuso una seria amenaza para intermediarios de tamaño medio, que empezaron a mirar hacia la especialización como alternativa. *“Está claro que nosotros, por nuestro tamaño, no podemos ofrecer al mercado fondos de inversión, no podemos competir con los grandes en esa materia”, Pedro Cubillo, subdirector general de Mercado y Gestión, A.V. “Sin embargo, las entidades con estas características sí podemos asesorar a nuestros clientes sobre qué tipo de fondo le interesa más, cuál tiene los mejores ratios. Esa es nuestra alternativa y ahí es donde debemos posicionarnos”.*

CAÍDA DE LOS MÁRGENES Y MOVIMIENTOS CORPORATIVOS

Pero el incremento de competencia directa y la nueva oferta de productos no han sido (son) los únicos hechos determinantes para el sector. El año 2001 no sólo trajo consigo un descenso de actividad, especialmente de la renta variable por el declive de las Bolsas, sino que el sector de la intermediación se vio envuelto en una salvaje y desproporcionada guerra de precios a la baja, que ha situado los márgenes de la actividad en mínimos. Algunos señalan a la competencia inducida por la estrategia de la banca como detonadora de esta batalla y otros al uso generalizado de Internet como canal, aunque en cualquier caso la unanimidad es total en cuanto a sus perjudiciales consecuencias para el sector. *“Es cierto que en España los precios de la intermediación son muy bajos, según algunos a causa del brokerage on line. De cualquier forma, jugar a ser el ‘más barato’ es un juego peligroso y así se ha visto en este período en el que han aparecido y desaparecido compañías que defendían esta consigna”,* advierte Juan Carlos Ureta.

Esta guerra de comisiones constituye, como avanzábamos al principio, unos de los retos a los que se enfrenta de forma global el sector, dado que, aunque algunos creen que se ve compensada con un incremento de actividad, las comisiones siguen siendo el punto fuerte en las cuentas de resultados de las empresas de intermediación. Las entidades miembro del mercado, ingresaron durante el primer trimestre de 2004 casi 230 millones de euros en este concepto, de los cuales el 66% corres-

SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES REGISTRADAS EN LA CNMV (MAYO 2004)			
	TOTAL	*MIEMBROS DE BOLSA*	*NO MIEMBROS DE BOLSA*
NUMERO DE ENTIDADES			
Sociedades de valores	46	37	9
Agencias de valores	60	14	46
Total	106	51	55
DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL			
Sociedades de valores	43,40	34,91	8,49
Agencias de valores	56,60	13,21	43,40
Total	100,00	48,11	51,89

Número de sociedades y agencias de valores registradas en la CNMV y de alta en la fecha de referencia Fuente: CNMV

SUCURSALES Y REPRESENTANTES. COMPARACIÓN INTERANUAL				
	Nº DE SUCURSALES		Nº DE REPRESENTANTES	
	I-2004	I-2003	I-2004	I-2003
1. Sociedades de valores	111	102	6.109	6.353
1.2. Miembros de bolsa	109	101	542	666
1.3. No miembros de bolsa	2	1	5.567	5.687
2. Agencias de valores	16	21	304	341
2.1. Miembros de bolsa	7	8	44	58
2.2. No miembros de bolsa	9	13	260	283
3. Total	127	123	6.413	6.694
3.1. Miembros de bolsa	116	109	586	724
3.2. No miembros de bolsa	11	14	5.827	5.970

Fuente: CNMV

Los retos a los que se enfrenta la industria de valores, son un exceso de capacidad en el sector, la adaptación a la innovación tecnológica y las nuevas tendencias en productos y actividades y la presión de los márgenes

ponden a comisiones por tramitación y ejecución de órdenes y un 15% a suscripciones y reembolsos de IIC. *“Lo que está claro es que el negocio de la intermediación es un servicio que lleva asociado un valor añadido que en ocasiones no se ve reflejado en las comisiones, pero que el inversor ha de valorar y por el que ha de pagar un precio”,* alegan desde una Sociedad de Valores bien posicionada en el sector. *“Afortunadamente parece que cada vez hay más conciencia de ello, y esta guerra sin precedentes está llegando a su fin, pues los mayores perjudicados somos los propios intermediarios”.*

De una u otra forma, lo cierto es que la reducción de comisiones, el descenso de la ac-

tividad y el incremento de la competencia, han provocado en este tiempo importantes movimientos corporativos que supusieron la agrupación, en algunos casos, y la desaparición, en otros, de importantes brokers del mercado. *“Nuestra experiencia ha ido en esta línea -añade Jean-Marie Alfonsi, Consejero Delegado de Cortal Consors, S.V., S.A.U.- pues en 2002, BNP Paribas decidió comprar Consors, líder en Alemania, y fusionarlo con su entidad online Cortal, líder en Francia, naciendo así Cortal Consors, líder europeo en inversiones para particulares e intermediación online con más de 1.100.000 clientes y un objetivo: responder a sus necesidades particulares de inversión, mediante la especialización”.* Otro ejemplo de este tipo de movimientos, es el protagonizado por Self Trade Bank, quien recientemente se ha incorporado a la estrategia del grupo Boursorama, cuyo principal accionista es el grupo Societé Générale. *“Cuando en el año 2002 DAB decide por motivos financieros vender todas sus filiales internacionales, SG compra Self Trade Bank convirtiéndonos así en la presencia del grupo Boursorama en España”,* explica Ramón Blanco, director general de la entidad.

Movimientos que, en última instancia, no son sino una muestra de la dificultad que su-

CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS. TOTAL SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES						
IMPORTES EN MILES DE EUROS	2003 I	II	III	IV	2004 I	%VAR. EN: UN AÑO
I. MARGEN FINANCIERO (=1-2)	18.084	40.175	52.187	54.426	19.818	9,59
1. Ingresos financieros	55.021	106.897	142.760	170.149	52.282	-4,98
1.1. Intereses de inversiones	43.628	79.721	108.891	133.385	33.567	-23,06
1.2. Dividendos de inversiones	11.393	27.176	33.869	36.764	18.715	64,27
2. Costes financieros	36.937	66.722	90.573	115.723	32.464	-12,11
2.1. Cesiones temporales	29.434	52.252	69.964	86.766	22.128	-24,82
2.2. Resto	7.503	14.470	20.609	28.957	10.336	37,76
II. BENEFICIOS NETOS EN VALORES (=3-4)	13.035	21.835	19.621	25.542	-36.575	-380,59
3. Beneficios en valores (=3.1 a 3.4)	293.000	506.201	662.139	878.003	372.769	27,22
3.1. Por ventas y amortizaciones	111.946	196.337	238.762	310.695	131.639	17,59
3.2. Por recuperación y aplicación de provisiones	22.173	39.781	53.551	70.382	16.659	-24,87
3.3. Operaciones de futuros financieros y opciones	156.527	268.144	367.537	494.371	224.072	43,15
3.4. Otros	2.354	1.939	2.289	2.555	399	-83,05
4. Pérdidas en valores (=4.1 a 4.4)	279.965	484.366	642.518	852.461	409.344	46,21
4.1. Por ventas y amortizaciones	107.930	161.739	198.854	220.759	113.046	4,74
4.2. Por provisiones por minusvalías	22.705	35.528	51.903	63.778	18.851	-16,97
4.3. Operaciones de futuros financieros y opciones	144.660	281.254	390.032	564.823	276.676	91,26
4.4. Otros	4.670	5.845	1.729	3.101	771	-83,49
III. COMISIONES NETAS (=5-6)	165.320	339.876	500.932	631.405	178.595	8,03
5. Comisiones percibidas (=5.1 a 5.9)	230.376	452.647	653.758	830.621	228.599	-0,77
5.1. Tramitación y ejecución de órdenes	125.151	247.475	373.175	467.762	149.936	19,8
5.2. Colocación y aseguramiento de emisiones	46.775	84.268	89.792	91.890	7.425	-84,13
5.3. Depósito y anotación de valores	3.623	7.265	11.572	15.159	4.037	11,43
5.4. Gestión de carteras	3.857	8.586	12.579	19.465	5.754	49,18
5.5. Diseño y asesoramiento	9.652	10.083	22.294	34.660	6.751	-30,06
5.6. Búsqueda y colocación de paquetes	2	2	2	2	1	-50,00
5.7. Operaciones de crédito al mercado	158	81	123	167	81	-48,73
5.8. Suscripción y reembolso en IIC	27.006	54.291	82.127	116.477	33.227	23,04
5.9. Otras	14.152	40.596	62.094	85.039	21.387	51,12
6. Comisiones satisfechas	65.056	112.771	152.826	199.216	50.004	-23,14
IV. MARGEN ORDINARIO (=I+II+III)	196.439	401.886	572.740	711.373	161.838	-17,61
7. Gastos de explotación	123.803	251.310	373.955	484.446	122.588	-0,98
7.1. Personal	75.097	156.161	230.103	296.309	77.023	2,56
7.2. Generales	48.706	95.149	143.852	188.137	45.565	-6,45
V. MARGEN DE EXPLOTACION (=IV-7)	72.636	150.576	198.785	226.927	39.250	-45,96
8. Amortizaciones y otras dotaciones	9.721	19.706	35.959	45.521	8.736	-10,13
8.1. Amortizaciones	9.337	18.763	28.220	35.942	8.356	-10,51
8.2. Otras dotaciones	384	943	7.739	9.579	380	-1,04
9. Otras ganancias y pérdidas	7.715	20.996	31.677	68.247	53.231	589,97
VI. RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (=V-8+9)	70.630	151.866	194.503	249.653	83.745	18,57
10. Impuesto sobre sociedades	0	0	0	87.343	0	-
VII. RESULTADO DESPUES DE IMPUESTOS (=VI-10)	70.630	151.866	194.503	162.310	83.745	18,57

*Nota: Importes acumulados desde el inicio del año hasta el último día de cada trimestre
Fuente: CNMV*

pone competir en los mercados globalizados, donde se requiere una base de capital suficiente y una estructura financiera sólida y flexible que te permita afrontar los altos costes derivados de la tecnología y las necesidades de capital humano y otros recursos según las demande el mercado. Dificultad que *“ha provocado una tendencia muy fuerte hacia la concentración del negocio en las grandes instituciones supranacionales”*.

UNA ESTRATEGIA DE SUPERVIVENCIA: LA ESPECIALIZACIÓN

Sin embargo, y pese a la tendencia explicada, *“el mapa de la intermediación todavía*

no ha quedado totalmente definido”, advierte desde Cortal Consors Jean-Marie Alfonsi. *“Lo cierto es que la situación ha sido y es difícil”*, puntualiza Ignacio Crespo, director de renta Variable de Ahorro Corporación. *“Sin embargo, las empresas de intermediación se han sabido ir adaptando al nuevo entorno y la prueba es que ha habido un incremento neto del número de intermediarios pese a que las previsiones apuntaban a una reducción”*. Reducción que se ha vaticinado desde 1989 y que sin embargo no ha llegado, *“gracias a que los intermediarios han ido especializándose por nicho de mercado, lo que les ha concedido la posibilidad de competir y ser rentables”*, añade Crespo.

Un claro exponente de la especialización como estrategia lo dieron los dos grandes bancos de inversión españoles, BSCH y BBVA, cuando en 2001 y en pleno proceso de descenso de las cotizaciones y aumento de la desconfianza de los inversores, obtuvieron en el primer semestre de ese ejercicio ingresos un 50% superiores a los de igual período de 2000, procedentes de la actividad propia de banca de inversión. En este caso la posibilidad de usar fuentes alternativas de ingresos vino concedida por le tamaño de las compañías implicadas, pero señala como la posibilidad de competir de forma especializada en determinados segmentos de la industria puede conferir ventajas competitivas importantes.

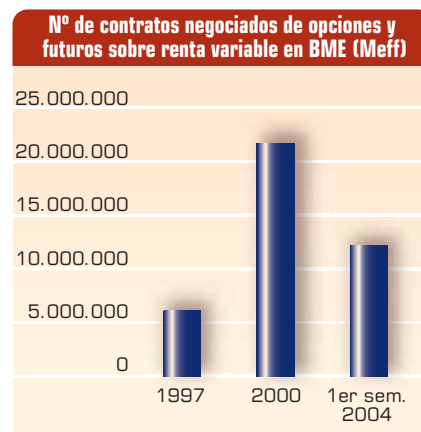
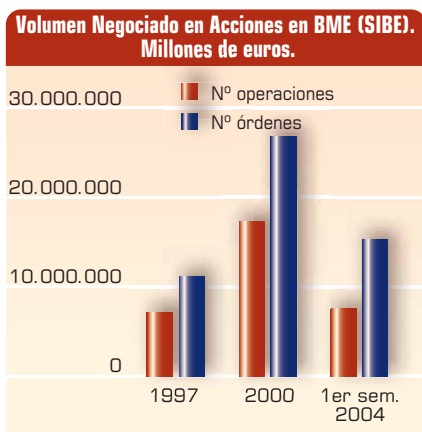
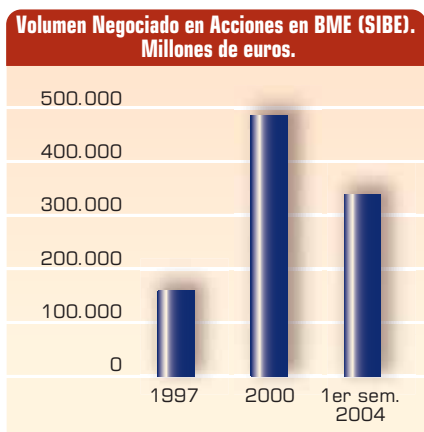
En el ejemplo utilizado hay dos elementos más que sumados a la mencionada especialización convergían en las dos grandes entidades bancarias españolas y que ya en 2001 señalaban el camino a seguir por el resto de intermediarias. Hablamos de un recorte importante por el lado de los costes, con rebajas en el ratio de eficiencia, y el carácter local de la actividad de banca de inversión de ambas entidades.

En el desarrollo de esta tendencia, que como hemos visto se ha convertido en motor de la actividad de muchos intermediarios, el factor de la sofisticación del mercado y de sus participantes, ha jugado un papel muy importante, pues si hasta el año 2000, la popularización de la bolsa y el desarrollo de las nuevas tecnologías posibilitaron el acceso a pequeños inversores al mercado, la caída de las Bolsas que acompañó al nuevo siglo trajo consigo un perfil de inversor mucho más cultivado, que requería servicios mucho más sofisticados a los que las empresas de intermediación tuvieron que adaptarse. *“A partir de ese momento, los actores que hemos quedado nos hemos tenido que adaptar a las nuevas circunstancias, a un mercado cada vez más exigente y competitivo al que es preciso adelantarse en la oferta de productos y servicios innovadores”*, explica Jean-Marie Alfonsi.

DIVERSIFICACIÓN E INNOVACIÓN FINANCIERA: LA ESPECIALIZACIÓN POR PRODUCTO

En esta “necesidad por adelantarse” a los requerimientos del mercado, y ayudado por la situación bajista del mercado y quizá también por la incorporación de Internet como canal de intermediación, uno de los re- >

ALGUNOS DATOS DE ACTIVIDAD DE LOS MERCADOS



Los principales de la intermediación es, en palabras de Juan Carlos Ureta, “disponer de una gama de productos diferentes, que pueda cubrir las necesidades de los diferentes tipos de clientes”. Para Francisco Rodríguez Acosta, director de la Unidad de Renta Variable de Bankinter, “es muy importante ofrecer a los clientes una estrategia de diversificación que proporcione valor añadido en aquellos productos que den mayor margen”. Para ello, cada vez son más los intermediarios que, alentados por un incremento gradual, aunque aun insuficiente en opinión de algunos de la cultura financiera de los inversores españoles, miran al mercado internacional como alternativa. “Durante estos años, nosotros hemos crecido gracias a nuestra especialización en el canal de Internet que nos ha permitido negociar con productos alternativos al contado nacional y ofrecer valor añadido en los momentos bajistas del mercado. Así, en el año 2000, dimos la posibilidad de invertir en bolsas internacionales, en el 2002 warrants y en los dos últimos años futuros, y fue en esos productos donde realmente ganamos”, afirma Rodríguez Acosta.

Caso particular de la especialización por producto es el de SG. Cuando Societé Générale llegó a España en el año 98, traía dos líneas de negocio: los certificados y los warrants. Por motivos fiscales, decidieron deshacerse de la primera y centrar su actividad en los warrants. Hoy en nuestro país ofrecen warrants al mercado, producto en el que se han especializado. “Los warrants nacen de forma industrial a finales de los 90 y su acogida, dados sus resultados es muy buena, ya que permiten elegir una posición alcista o bajista con menor inversión”, comenta el

responsable de Warrants de SG España, Javier Molina. “Desde que se lanzó el producto, mediante cursos y conferencias, hemos hecho grandes esfuerzos por transmitir a los clientes las ventajas de un producto quizá algo más sofisticado de lo normal para un inversor medio. Además, tenemos una línea de negocio en la que damos servicio a nuestros clientes mediante un teléfono de atención gratuita y a través de nuestra página web”.

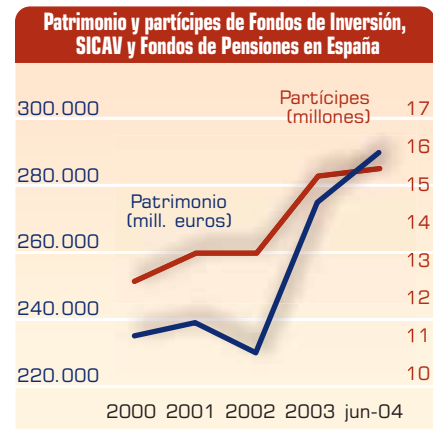
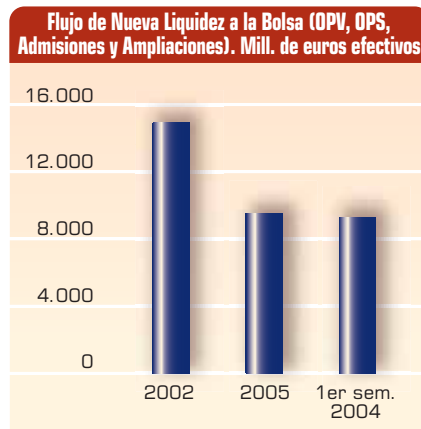
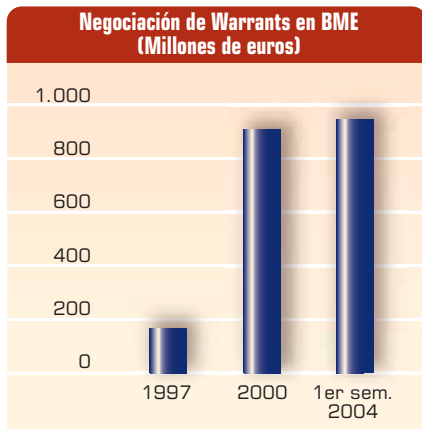
También es reseñable la estrategia de una de las grandes casas de intermediación de nuestro país, Ahorro Corporación. Creada por la CECA (Confederación Española de Cajas de Ahorro) y una gran mayoría de Cajas de Ahorro, la división de intermediación de la compañía agrupa cinco empresas especializadas que aseguran un acceso óptimo a todos los mercados. “Nuestra estrategia radica en la especialización según el tipo de producto o servicio ofrecido, intentando cubrir todos los nichos del mercado que puedan aportar rentabilidad y ser rentables”, explica XXX.

ESPECIALIZADOS ON LINE O INTERNET COMO CANAL

Muchos de los cambios que estamos viendo, no pueden entenderse sin analizar el impacto que ha tenido la aparición de Internet como nuevo canal de intermediación. “Cuando nos dimos cuenta de que no íbamos a dar servicio a millones de personas, sino a miles, decidimos especializarnos y nichear”, explica Ramón Blanco, desde SelfTrade. “Hoy somos especialistas en intermediación bursátil y en derivados, pero sobre todo a través de Internet, pues ese era el nicho donde mejor podíamos cumplir

nuestro objetivo: ser rentable”. Efectivamente, son muchos los intermediarios que han hecho del brokerage online su especialidad, aunque todos ellos, recuerdan que Internet es un canal pero nunca el negocio. “En la época inicial de Internet, hubo un concepto que no se correspondía con la realidad, y era pensar que con una plataforma de contratación online se podía acceder a los inversores”, recuerda el presidente de Renta4, Juan Carlos Ureta. “Cuando nosotros apostamos por la presencia de la tecnología en la intermediación, aun no éramos muy conscientes de las repercusiones que tendría en el negocio, sin embargo sabemos que la presencia física es importante para el cliente, por eso Internet es un canal más de Renta4, seguramente el más importante, pero no el único”. En esta línea de presencia multicanal se encuentra Bankinter. El banco, líder en la operativa online, ha realizado esfuerzos para lograr una de las mejores plataformas que existen en el mercado para esta negociación. Rodríguez-Acosta justifica estos esfuerzos. “Aparte de diversificar nuestra oferta de productos, gracias a Internet hemos ganado en clientes ‘trader’, logrando la mayor notoriedad ahí. Mientras el mercado no despegue, la mayor operativa viene de la mano de este tipo de clientes: inversores muy activos que producen un elevado volumen de actividad y que encuentran en la red su mejor aliado”.

Aunque no todas las empresas comparten esa idea, ya que hay otras formas de especialización que no requieren tanto de la red para su desarrollo estratégico. “Nosotros no hemos incorporado Internet como canal, pues en MG pensamos que es servicio que permite pres-



tar no es apropiado para nuestros clientes y nuestra empresa. Apostamos por la tecnología, pero no es ese sentido”, señala desde la Agencia de Valores Pedro Cubillo.

ESPECIALIZARSE EN CLIENTES: INVERSIÓN MINORISTA, INVERSIÓN INSTITUCIONAL

La especialización por clientes es otra práctica habitual. Muchas empresas han decidido segmentar su actividad por tipo de clientes, diferenciando entre inversor minorista e inversor institucional. En muchas ocasiones, la decisión de focalizar el grueso, o incluso el total, de la actividad a uno de estos segmentos, ha formado parte de la propia filosofía de la casa de intermediación, aunque en otras muchas ha sido el propio mercado el que ha guiado la línea de negocio. Este es, por ejemplo el caso de Link Securities. “Nosotros éramos una sociedad cuyo principal cliente era el inversor institucional”, nos relata Juan José Fernández Figares, “sin embargo, y al igual que mucha gente, poco a poco hemos desviado nuestra atención hacia el cliente particular, donde las comisiones, pese a ser bajas, eran algo más elevadas que las que se trabajaban con el institucional. Además, demandaba un trato de atención que nos permitía diferenciarnos”. Mercados y Gestión, sin embargo, representan la otra situación, como nos explica Pedro Cubillo. “En el año 2000 cambió la dirección de MG. Hasta entonces, nuestro negocio había estado enfocado al pequeño inversor, pero el nuevo equipo decidió centrar la actividad y potenciar la inversión institucional, y dentro de esta, la figura del especialista en valores”.

En esta línea de estrategias en cuanto a clientes, resulta interesante señalar las de determinadas empresas que dan servicio a unos clientes predeterminados y fijos. Es por ejemplo el caso de Bestinver, S.V., cuya dedicación en exclusividad se centra en su propia gestora. Fuentes de la entidad explican así cómo han llegado a tal situación. “No podríamos determinar si la estrategia la hemos decidido nosotros o si hemos llegado ahí por exigencias del guión que escribe el mercado, pero lo cierto es que actualmente nuestro único cliente es Bestinver Gestión. Antes teníamos más clientes, pero veíamos que no era rentable y decidimos optar por dedicarnos exclusivamente a la gestora”. Des-

Las empresas de intermediación se han sabido ir adaptando al nuevo entorno gracias a que han ido especializándose por nicho de mercado, lo que les ha concedido la posibilidad de competir y ser rentables

de la entidad, reconocen que el incremento de la competencia es determinante en un sector “donde cada día hay más brokers y la mayoría da un buen servicio y además cobran lo mismo, lo que hace difícil y costoso diferenciarse y que el inversor, especialmente el minorista, perciba esa diferenciación”. Es destacable el caso de una Sociedad de Va-

lores, creada a partir de la agrupación de un número determinado de bancos que deciden asociarse, cuya actividad se centra en dar servicio a sus socios. “Nosotros no tratamos con el cliente final, sino con profesionales de esas entidades, por lo que no estamos sometidos a la tensión que existe actualmente en los mercados por hacerse con el inversor, especialmente el pequeño. Además, nuestro volumen de actividad, al dar servicio a todas las entidades socias, es grande y a la vez podemos permitirnos tener una estructura de costes muy ajustadas, con la que cubro mis necesidades sin sobredimensionarme”, explican desde ella.

Finalmente, cada vez son más las entidades medianas que descubren en el cliente la forma de diferenciarse mediante un servicio casi a medida, un trato personalizado, mientras la estrategia de las grandes entidades de intermediación y los bancos globales con presencia en nuestro país, “pasa por tener la estructura idónea para poder dar valor añadido a los clientes, según el perfil de cada uno, sea institucional o particular, demande servicio de análisis, derivados, acceso electrónico o cualquiera de las posibilidades y productos existentes”.

ESPECIALIZARSE EN ACTIVIDAD: LA FÁBRICA DE SERVICIOS

Si la contratación es la parte más “bonita” de la intermediación, la cadena de valor es mucho más amplia abarcando procesos como la liquidación y depositaria, o los créditos al mercado. En la actualidad, la tendencia va hacia la realización conjunta de ciertos procesos de la cadena de valor. “Aparte del negocio enfocado al inversor directo, >

> *Inversis ha desarrollado otra línea de negocio como proveedores de servicios a entidades financieras”, cuenta el director de operaciones del Banco. “Hay dos motivos para ello: el inversor final en España es reducido y operar en el mercado de valores requiere una fuerte inversión en tecnología que muchas empresas generalistas no están dispuestas a realizar. Nosotros teníamos esta última, y al ofrecer nuestros servicios rentabilizamos nuestra inversión mientras el mercado crece”.*

En este sentido, BNP Paribas Securities Services se define como “fábrica de servicios”. *“Tenemos en España cuatro áreas de actividad: la custodia global, las suscripciones y reembolsos de fondos de inversión, la parte de depositaria y finalmente la administración de fondos”, explica Álvaro Camuñas, Co-General Manager Branco de la entidad en España. “Los requerimientos que necesitan las compañías para dar un buen servicio y cumplir con las múltiples obligaciones de seguridad operativa y de transparencia que define un mercado desarrollado como el español, son altos por lo que las empresas se plantean subcontratar servicios. Nosotros, dada nuestra actividad gozamos de un alto grado de especialización, y al estar dirigidos a terceros, alcanzamos la masa crítica necesaria para absorber los costes en los que incurrimos”. Además, “y a diferencia de los grandes bancos custodios americanos, buscamos presencia local en los países en los que estamos, por lo que disfrutamos de la ventaja que estar cerca del cliente nos proporciona”.*

Otro banco custodio, en este caso Bancoval S.A, destaca por su vocación de ofrecer soluciones globales en los procesos de inversión. Este negocio se complementa perfectamente con la necesidad de los intermediarios financieros, *“de concentrarse en la gestión y en el trato con los clientes, dejando en manos de un especialista las tareas relativas a la administración en su sentido más amplio”.* Su actividad se ha visto complementada por el préstamo bilateral. *“El préstamo es un producto de valor añadido que implica la cesión temporal de títulos a cambio de una comisión, respaldada con garantías de plena liquidez, equivalentes como mínimo, al valor de los títulos prestados y trata de dar respuesta a la necesidad de perfeccionar los procesos de liquidación y complementar la labor de los ‘Prime Broker”.*



CAMINANDO HACIA EL FUTURO

La industria de valores ha sufrido una vorágine de cambios estructurales profundos en los últimos años, especialmente entre 1995 y 2001. Este período se saldó con fuerte crecimiento de la actividad, grandes beneficios y un exceso de capacidad que la crisis posterior en los mercados se encargó de desvelar. El sector aún está inmerso en ese “impass” si bien las circunstancias han mejorado.

Es difícil hablar de futuro en un sector tan dinámico y cambiante como es la intermediación. El pasado más reciente demuestra que ese futuro se reescribe casi cada día. Precisamente por esta característica, en un entorno de enorme competencia profesional, la flexibilidad de costes y servicios es la vía por la que exploran desde hace meses las empresas. Estrategias de ajuste de capacidad, inversión en tecnología y en diseño de productos y servicios innovadores y/o simplemente adaptados a un cliente o grupo de ellos, son los argumentos con los que los intermediarios de valores afrontan el futuro.

Un futuro que pasa por la integración en mercados cada vez más globalizados con empresas más especializadas, donde la presencia física se pierde mediante figuras como “el miembro remoto” o donde la liquidación en Europa se hace a través de un sistema único.

Se trata de un futuro que ya es hoy donde palabras como concentración y diversificación coexisten como realidad y necesidad compe-

titiva. Concentración del grueso del negocio en grandes empresas de servicios de inversión y diversificación de productos y servicios buscando la especialización y en adaptación continua a las necesidades del cliente.

Es también un porvenir en el que la gestión se presenta como un negocio próspero nada desdeñable, al que ya miran algunas empresas de intermediación. *“Desde Renta 4 creamos que la tecnología va a cambiar radicalmente la gestión de patrimonios, y ahí vamos a posicionarnos”,* afirma Juan Carlos Ureta.

Por otro lado el consenso de opinión de los profesionales del sector apunta a una progresiva reducción del valor añadido que hoy otorga el factor localización en las estrategias diseñadas fruto, fundamentalmente, de los continuos avances de las nuevas tecnologías y la propia integración.

Como último factor a tener en cuenta hay que destacar que el sector parece caminar de forma paulatina y sin traumas a un proceso de desintermediación donde el producto cada vez está más cerca del inversor final y cuya clave es la profesionalización. *“La desintermediación, que no la desaparición de los intermediarios, se produce en la medida en que se distribuye el riesgo y la rentabilidad desde los balances de las entidades financieras hacia el inversor final”,* aclara el presidente de la firma independiente. Un proceso que finalmente lo que refleja es *“una mayor profesionalización por parte del inversor final”,* concluye desde BNP Paribas Securities Services, Álvaro Camuñas. ■