

# HACIA UN MERCADO COMUN EUROPEO DE VALORES

Gonzalo RODRIGUEZ DE CASTRO

## INTRODUCCION

El avance europeo hacia una progresiva unificación es la consecuencia irreversible de la voluntad colectiva de construir un nuevo diseño sobre el fragmentario armazón de la vieja Europa. Pero es también la única respuesta posible para competir con eficacia en un mundo cada vez más interrelacionado y polarizado en las grandes áreas de poder económico.

El tema que voy a analizar se enmarca dentro de este objetivo prioritario y generalizado hacia la unificación de objetivos y esfuerzos comunitarios, desde la perspectiva de los mercados de valores, sin duda una de las asignaturas pendientes de la nueva Europa.

Unos pocos datos previos nos pueden dar la verdadera dimensión de las carencias que en este campo arrastra Europa, debido, en buena medida, a la atomización de sus mercados de valores. Mientras el PIB total de los doce países comunitarios prácticamente iguala al norteamericano y supera ampliamente el japonés, su participación en la contratación bursátil del conjunto de los tres bloques sólo alcanza el 17,5 por 100. La polarización del negocio bursátil hacia los grandes mercados queda patente por el hecho de que el 80 por 100 del total de operaciones entre países, a nivel mundial, se concentra en Nueva York, Tokio y Londres.

Sin embargo, la capacidad de crecimiento de las bolsas comunitarias ha demostrado, pese a sus limitaciones internas, ser superior a la del conjunto de los mercados. La participación de su capitalización, en comparación con la de todas las bolsas del mundo, ha pasado del 21 por 100 en 1988 al 23 por 100 en 1989, y a cerca del 25 por 100 en la actualidad, aún a falta de datos definitivos.

Por otra parte, el vertiginoso aumento de las transacciones internacionales (en Europa, hoy, casi

una de cada tres tiene su origen en un inversor extranjero) hace pensar en la urgente necesidad de una organización de los mercados que facilite y agilice este tipo de operaciones.

## LOS PELIGROS DE LA FRAGMENTACION

La fragmentación actual de los mercados regulados de la CEE ya no resulta favorable ni siquiera a los intereses particulares de cada una de las bolsas, por cuanto aquí ya nadie está ganando terreno a nadie, sino que, más bien, los mercados regulados europeos, en su conjunto, están desaprovechando su potencialidad de crecimiento ante los mercados no regulados y ante otros grandes centros financieros mundiales.

Ello es debido a que la falta de liquidez, la complejidad normativa o la precariedad de los sistemas de soporte, entre otros factores, alejan a las bolsas europeas de las necesidades operativas de sus miembros, de los intermediarios financieros, de las empresas emisoras y de los propios inversores.

Baste observar el excesivo nivel que en la Comunidad han alcanzado las operaciones realizadas al margen de dichos mercados regulados, cuyo volumen se estima que equivale al 40 por 100 de las cifras oficiales de contratación bursátil.

Este dato se vuelve especialmente significativo al comprobar que en los otros grandes centros financieros, donde no existen problemas de estructura como en los europeos, las dimensiones de este fenómeno son considerablemente más reducidas (12-15 por 100).

Otro aspecto digno de atención es el fuerte desarrollo de los mercados no regulados en los últimos años, que se pone de manifiesto con la evolución del NASDAQ desde su nacimiento en 1971. En la actualidad, este mercado es el tercero a nivel

mundial por número de acciones cotizadas. El NASDAQ suma más certificados de depósito de acciones extranjeras (ADR) que las bolsas de Nueva York y AMEX juntas, y desde 1978 ha aumentado el número de empresas cotizadas en un 80 por 100, hasta totalizar 4.400, con clara ventaja incluso sobre los grandes centros financieros regulados. En el mismo período de tiempo, el número de empresas cotizadas en Nueva York ha crecido sólo un 6 por 100, hasta sumar 1.689 sociedades, mientras el AMEX ha perdido el 11 por 100, pasando a totalizar 900 empresas. El número de sociedades cotizadas en la Bolsa de Tokio asciende a 1.683.

Bajo estos condicionantes, Europa, después de algún intento que no llegó a fructificar, ha echado finalmente a andar hacia un proyecto definitivo de Bolsa comunitaria. Ya nadie duda, en la Federación Europea de Bolsas de Valores, de la necesidad de colaborar para conseguir una Bolsa europea, aunque persisten diferencias de opinión sobre la forma que esta Bolsa deba tomar.

Las tentativas de colaboración entre los miembros de la Comunidad Económica Europea han sido confusas en materia de mercados de capitales —como en otras muchas materias— hasta hace relativamente poco tiempo. Creo que los cambios vertiginosos que se han producido a lo largo de la última década, a los que ha contribuido de manera decisiva la aplicación de los avances en informática y tecnología de comunicaciones, han clarificado mucho esta confusión.

La experiencia de la década anterior nos ha mostrado muchos casos en los que la existencia de tecnologías bancarias precede, y hasta desborda, las decisiones estratégicas sobre su uso. La puesta en marcha de un nuevo sistema siempre pone en evidencia áreas que requieren un mayor control o posibilitan un mayor desarrollo. Es mi opinión personal que el desarrollo del soporte técnico, paralelamente con el diseño teórico del modelo de mercado europeo, contribuirá poderosamente a clarificar las ideas sobre la forma que éste debe tomar, garantizando el consenso necesario.

## **IDIS, UN INTENTO FALLIDO**

No quisiera comentar la importancia que supone la creación de EUROQUOTE, S. A. sin antes mencionar a su antecesor inmediato, el proyecto IDIS: un proyecto semejante, aunque menos ambicioso, sobre el que la Federación empezó a trabajar en 1978. Ya en aquel momento, la dispersión de los mercados europeos estaba empezando a dejar sentir sus carencias, pero la realidad se imponía a

los deseos mientras los mercados, a falta de una década para el *Big Bang*, seguían autocomplacidos en su individualismo y tradiciones, ajenos incluso a la renovación de sus estructuras internas. IDIS fracasó porque no había llegado su momento. Creo que EUROQUOTE, EUROLIST y EWM saldrán adelante por la misma razón: el momento es ahora.

IDIS quiere decir *Interbourse Data Information System*, y era, como indica su nombre, un plan de colaboración para optimizar los sistemas de información entre las bolsas participantes.

El proyecto IDIS no llegó a realizarse por dos razones: en parte, por su escasa ambición, ya que se limitaba a ofrecer un servicio de información no superior a los sistemas comerciales ya existentes, pero sobre todo por el recelo que sentían las bolsas miembros hacia la cesión de autonomía y control local que implicaba cualquier plan de colaboración.

Las bolsas mundiales se dividían entonces, como ahora, en dos tipos: el modelo anglosajón, con grandes intervinientes en el mercado, *market making*, poca regulación y vocación internacional, y el modelo latino, con intervinientes de menor tamaño, operaciones por casación de órdenes de terceros, elevada regulación y menor vocación internacional. El mercado alemán es un modelo intermedio, ya que los miembros del mercado son los grandes bancos alemanes. Tienen el peso necesario para competir en los mercados al por mayor internacionales, aunque su mercado local esté organizado como los mercados latinos.

Los mercados latinos están muy regulados para la protección de los inversores y el necesario control fiscal. La regulación sirve además de barrera que impide la entrada de competidores extranjeros en los mercados, reforzada por la dificultad técnica adicional de unos procedimientos administrativos poco ágiles.

Las bolsas latinas son mayoría dentro de la Federación, por lo que ningún proyecto de colaboración puede salir adelante sin su aprobación. En 1978, las autoridades bursátiles de estos mercados no vieron motivos suficientes para relajar la regulación, ni las mismas bolsas contrapartida suficiente para compensar la pérdida de negocio que representaría la entrada de competidores internacionales en sus mercados.

Durante la década de los ochenta, el entorno financiero cambió sustancialmente. El volumen de operaciones en los mercados de capitales del mundo entero se incrementó considerablemente, a la vez que surgió una tendencia aparentemente imparable hacia la globalización del mercado.

Muchos factores contribuyeron al incremento de volumen y a la globalización de los mercados de valores: la tendencia de las grandes empresas a prescindir de la financiación bancaria tradicional y a financiarse directamente en los mercados de capitales, la ola de OPA internacionales y nacionales, la proliferación de productos derivados, la necesidad de dividir riesgos de país o divisa y, obviamente, la existencia de la tecnología informática y de comunicaciones para soportarlo.

Al llegar a los noventa, las bolsas europeas han visto que el mercado internacional se ha desarrollado con fuerza y que se les ha escapado una parte importante y creciente del negocio local fuera de las fronteras nacionales.

### **UNIFICAR ESFUERZOS: PROYECTO PIPE**

Frente a hechos como estos, las razones para no participar en un mercado bursátil europeo pierden fuerza. La protección al inversor que ofrece la regulación local del mercado pierde vigencia en la medida en que el mercado deja de ser local. La no internacionalización del mercado local perjudica únicamente al miembro local del mercado si su negocio se escapa de las fronteras nacionales sin que él pueda salir a rescatarlo o a buscar sustituto internacional.

Así las cosas, el espíritu de colaboración dentro de la Federación Europea de Bolsas de Valores se ha fortalecido mucho en los últimos años, y las tres iniciativas del proyecto PIPE —EUROQUOTE, EUROLIST y EWM— encuentran firme apoyo entre todas las bolsas miembros.

Este apoyo se ha materializado en los esfuerzos realizados en Luxemburgo, en mayo de 1989, por impulsar toda iniciativa que pudiera favorecer el establecimiento de un frente común que contribuyera a mejorar aspectos tan fundamentales como los siguientes:

- Transparencia de los mercados y correcto funcionamiento de los mecanismos de formación de los precios.
- Veracidad, claridad y homogeneidad de la información que llega a las entidades participantes.
- Igualdad de oportunidades en relación con las operaciones a ejecutar.
- Integración de las normativas reguladoras de los respectivos mercados.
- Establecimiento de estándares de presentación de las informaciones, abarcando desde lo re-

lacionado con la confección de los estados financieros hasta lo referente a la tipología de las operaciones a reportar.

- Armonización de las magnitudes, índices, variables, estadísticas y demás elementos que permitan a las instituciones el seguimiento de los mercados con una visión de conjunto.
- Coordinación entre los mercados de índole más doméstica y aquellos otros de vocación más internacional.
- Aumento de los niveles de liquidez en el mercado, de tal manera que, de una parte, se evite la migración de los grandes valores hacia otros centros financieros y, de otra, se atraiga hacia Europa la contratación de valores del exterior.
- Mejora de la infraestructura y, en general, de todos los sistemas de soporte de la contratación y servicios asociados.
- Fomento de la competitividad de los intermediarios y demás entidades intervinientes, favoreciendo su especialización, su internacionalización (con la consiguiente adecuación en cuanto a dimensión y estructura de recursos), el adecuado uso de la tecnología, y la diversificación y sofisticación de sus productos.

De los progresos realizados en aras a la consecución de todos estos objetivos, cabe destacar tres decisiones determinantes sobre tres proyectos específicos, que fueron adoptadas por la Federación en la Asamblea celebrada en Copenhague, en mayo del pasado año:

- Aprobación de un plan de trabajo que recogía el lanzamiento del proyecto PIPE.
- Apoyo al proyecto EUROLIST, que, desarrollado principalmente a iniciativa de la Bolsa de París, contempla la admisión a cotización de una lista de valores de grandes compañías, de forma simultánea, en todas las bolsas de la Federación, con un marco reglamentario único y con la posibilidad de ofrecer productos derivados o complementarios, tales como el cálculo de un índice europeo.
- Estudio detallado sobre las posibilidades de implantación del *European Wholesale Market* (EWM), consistente en un mercado de grandes paquetes de los principales valores europeos, destinado a inversores institucionales.

Tanto el proyecto EUROLIST como el EWM se encuentran en avanzada fase de estudio.

## Contenido y alcance del Proyecto PIPE

Por paradójico que resulte, la primera fuente de equívocos a la hora de entender el contenido del proyecto PIPE es, precisamente, su propio nombre: «Proyecto de Precios e Información para Europa».

Ello es debido a que dicha denominación responde más a razones históricas, y a la filosofía que impulsó a este tipo de proyectos en su origen, que a los objetivos y ámbitos de actividad que el PIPE abarca actualmente.

En función de estos últimos, puede decirse que el contenido del PIPE, en su actual concepción, consiste en el desarrollo de una red informática interactiva que sirva de soporte para la implantación de un sistema mecanizado de contratación de valores, así como de toda una serie de servicios asociados, tales como la difusión de información, el encaminamiento de órdenes o la liquidación y compensación de las operaciones. Circunscribir el PIPE al terreno de la difusión de información no deja de ser, por tanto, una idea, cuando menos, obsoleta.

Sí es cierto, sin embargo, que los primeros desarrollos están siendo orientados a este tipo de actividades; pero no es menos cierto que ello se está realizando, en todo momento, desde una perspectiva global del proyecto, para el cual, en función de los imperativos de tiempo y de las necesidades tecnológicas y de dotación de recursos, se han establecido tres etapas o versiones que, muy someramente, se describen a continuación.

*Versión 1:* Captura y difusión centralizada de la información de los principales mercados de valores, a través de un sistema de telecomunicaciones vía satélite.

*Versión 2:* Establecimiento de una red de comunicaciones que permita la interconexión entre los sistemas informáticos de las bolsas participantes, una base de datos centralizada y las principales entidades intervinientes, de tal manera que sirva de soporte para consultas de información interactivas y para el encaminamiento automatizado de órdenes (*routing*).

*Versión 3:* Desarrollo e implantación de un sistema automático de casamiento de órdenes, ejecución de las operaciones, confirmación de éstas y encaminamiento de los mensajes de liquidación y compensación.

Estas etapas, que, como decía, responden a imperativos de tiempo, tecnológicos y de dotación de recursos, puede inducir a error, sin embargo, a

la hora de contemplar todo el alcance del proyecto, provocando en ocasiones actitudes un tanto confusas o contradictorias por parte de las propias instituciones involucradas.

Por ejemplo, al analizar la *versión 1* en solitario, el PIPE se aparece como una iniciativa que ha de agudizar la competencia entre las bolsas europeas, por cuanto va a permitir conocer en tiempo real lo que esté ocurriendo en cada uno de los respectivos centros de contratación, ampliándose las posibilidades de elección de los inversores a la hora de ordenar sus compras y ventas.

Asimismo, esa perspectiva, limitada a la primera etapa del proyecto, lleva a observarlo como un factor de competencia para las sociedades o departamentos de difusión de información de cada una de las bolsas europeas, lo que, de por sí, es causa de más de un recelo.

La *versión 1* del PIPE, en consecuencia, ha generado, en ocasiones, una cierta actitud «a la defensiva» por parte de las bolsas participantes, circunstancia a la que ya tuvo que enfrentarse el IDIS, como anteriormente he comentado.

Esta actitud proteccionista se extiende, a su vez, a los propios miembros de los mercados, máxime cuando se añaden los contenidos de la *versión 2*.

Efectivamente, un encaminamiento automatizado de las órdenes, que facilite las operaciones internacionales, podría amenazar, por ejemplo, los intereses de los miembros especializados y ágiles en el ámbito de sus respectivos mercados locales.

La *versión 3* del PIPE viene a complicar todavía más este escenario, y abona el terreno para controversias tales como si de lo que aquí se está tratando es de interconectar a las bolsas, de sustituirlas por un mercado internacional de valores europeo, o de añadir una decimotercera Bolsa que acapare la contratación de los valores más importantes de la CEE.

Estas y otras muchas cuestiones están saliendo a la luz, y enfrentan posiciones tanto respecto a la actitud ante el proyecto como a la hora de augurarle mayores o menores posibilidades de éxito.

No cabe duda de que todas ellas se fundamentan en razonamientos absolutamente respetables, si bien se caracterizan por tomar como punto de partida unos análisis más o menos parciales del proyecto.

Un estudio del PIPE desde una óptica más general, y tomando como escenario de referencia los mercados comunitarios en su conjunto, relativiza la importancia de estos problemas más sectoriales

y domésticos, habida cuenta de la trascendencia de las necesidades y demandas latentes en Europa como centro financiero, que ya han sido descritas con anterioridad.

### **Evolución y progresos del proyecto PIPE**

Una vez definido el contenido y alcance del proyecto PIPE, voy a referirme a su evolución histórica, haciendo especial énfasis en la descripción de las tareas ya realizadas y en las próximas etapas a desarrollar.

Los estudios preliminares del proyecto PIPE tuvieron lugar en los primeros meses de 1989. Fue entonces cuando, con motivo de la asamblea de la Federación celebrada en Luxemburgo —que, como antes comentaba, supuso un impulso definitivo para las iniciativas de colaboración entre las bolsas europeas—, se nombró un consejo de supervisión, compuesto por un representante de cada Bolsa participante, así como unos equipos de trabajo, al objeto de promover la elaboración de un plan de acción que contemplaba tres frentes principales de actuación:

- En primer lugar, había que validar y actualizar el estudio preliminar de mercado, captar y definir las necesidades de los usuarios potenciales y desarrollar un plan de *marketing*.
- En segundo lugar, se hacía necesario iniciar los trabajos y acciones de tipo político y legal, al objeto de posibilitar la constitución de una pequeña compañía comercial que en su día llegara a actuar como unidad operativa de negocio.
- Finalmente, tenían que determinarse las especificaciones técnicas del servicio que esa compañía ofrecería y establecer la forma en que dicho servicio se desarrollaría, se prestaría y se soportaría.

Estas tres grandes líneas de actuación serían posteriormente recogidas en un plan de negocios, que fue estudiado y aprobado por la Asamblea General de la Federación de Bolsas de la Comunidad Europea celebrada en Copenhague, en mayo de 1990, tal y como anteriormente he señalado.

Voy a repasar muy brevemente los progresos que se han realizado en cada uno de los frentes:

1) En el ámbito de la *investigación comercial*, el estudio de mercado puso de manifiesto los siguientes factores a tener en cuenta:

- Crecimiento explosivo en la industria de la electrónica financiera, habiéndose multiplicado por siete el parque de terminales instalados durante el

período comprendido entre 1982 y 1987, hasta alcanzar la cifra de 590.000, de los cuales 327.000 reciben información básicamente relativa a los mercados de valores, 120.000 corresponden a los mercados de divisas, 81.000 a renta fija y 62.000 a materias primas (*commodities*).

- Liderazgo de Reuters en el ámbito de los proveedores internacionales, seguido de Quotron, Teletate, ADP y Telekurs.

- Se trata de un mercado que alcanza los 3.000 millones de dólares a nivel mundial, de los cuales 500 millones corresponden a Europa.

- Tendencia de las instituciones hacia controlar por sí mismas la información que se difunde.

- Rápido desarrollo de sistemas digitales, así como cierta proclividad hacia la integración vertical del *hardware* y el *software* por parte de los líderes del mercado.

- Nivel de precios todavía muy elevado, lo que dificulta el acceso generalizado a este tipo de sistemas de información.

- Posibles dificultades para los *vendors* tradicionales a la hora de afrontar la competencia de las nuevas empresas que ofrecen este tipo de servicios, habida cuenta de los altos costes de las infraestructuras desarrolladas por parte de éstas en el transcurso de los últimos diez años.

- Fuerte tendencia a las inversiones en tecnología por parte de las empresas que participan en los mercados de capitales, con especial prioridad en todo lo relativo a la recepción y entrega de información sobre precios.

- Mayor abandono en lo referente a la organización de los sistemas de *back office* y en las interfases entre dichos sistemas y los de *front office*.

- Los sistemas de información para la liquidación y la compensación se muestran como el nicho de mercado potencialmente más importante en términos de coste y eficiencia.

- Parece que el futuro de los servicios telemáticos de difusión de información financiera se encuentra en el desarrollo de arquitecturas de sistemas integrados.

- Se están realizando profundas investigaciones en el área del análisis y de la gestión de riesgos, al objeto de facilitar la obtención de información, en tiempo real, y la realización de evaluaciones de posiciones financieras abiertas.

- Se observa un creciente interés en el proyecto impulsado por las bolsas europeas (el 91 por 100

de los usuarios potenciales consultados los contratarían, no obstante contar en la actualidad con otros proveedores), pero no sólo por lo concerniente a la difusión de información, sino también, y muy especialmente, en todo lo relativo al *routing* de órdenes y la posibilidad de la contratación, la liquidación y la compensación.

2) Por todo ello, y a la vista de las necesidades concretas de los usuarios potenciales, que también fueron objeto de una investigación comercial específica, *el desarrollo de los servicios* a prestar por la nueva compañía, se ha planificado atendiendo a los siguientes aspectos:

- Es un servicio dirigido a un pequeño número de grandes usuarios, tales como instituciones bancarias, compañías redifusoras y miembros de los mercados.

- Como servicio de información, ha de atender a las siguientes demandas:

- Noticias sobre los mercados y sobre las compañías que en ellos cotizan.

- Información sobre precios, antes y después de la contratación.

- Volúmenes de contratación por valores.

- Cotización indicativa (para el sistema de *market-making*).

- Estados financieros de las compañías.

- Indicadores macroeconómicos.

- Estadísticas.

- Datos históricos de contratación.

- Datos correspondientes a investigaciones sobre los diferentes sectores económicos.

- Normas reguladoras de los mercados.

- Información sobre las instituciones reguladoras y supervisoras de los mercados.

- Como servicio de *routing*, ha de agilizar sensiblemente la operativa de las inversiones internacionales en valores.

- Como servicio de soporte de la contratación automatizada, así como en lo referente a la liquidación y a la compensación, habrá de permitir la creación de un mercado de valores europeo que sea operado por cada una de las bolsas participantes conforme a unas bases transnacionales, pero siempre bajo las condiciones establecidas según la normativa específica de cada país.

## NACE EUROQUOTE, S. A.

En el terreno de la negociación política y económica, y de las formalizaciones jurídicas correspondientes, se alcanzó un acuerdo de cooperación —*joint venture agreement*— que fue firmado el 18 de mayo del pasado año por los máximos representantes de las doce bolsas pertenecientes a la Federación.

En virtud de dicho acuerdo, las partes se comprometían a la creación de una sociedad anónima como instrumento que coadyuvara al desarrollo y prestación de los nuevos servicios. La nueva sociedad habría de constituirse conforme a la legislación belga, y operaría desde Bruselas. En su capital social participarían todas las bolsas o federaciones de bolsas pertenecientes a la Federación, y cada una lo haría en función de sus intereses y posibilidades.

En este sentido, las bolsas de Londres, París y Madrid, y la Federación de Bolsas Alemanas, serían los máximos accionistas, suscribiendo, cada una, 4.000 de las 27.000 acciones que representarían el capital de la compañía. La Bolsa de Amsterdam participaría con 3.000 acciones, y la de Milán lo haría con 2.000. El resto de las bolsas se comprometían a adquirir 1.000 acciones cada una.

Desde el punto de vista financiero, la nueva sociedad tendría que ser absolutamente independiente, y desde un punto de vista comercial mantendría un trato similar frente a las bolsas y frente a terceros.

Por lo demás, la firma del *joint venture agreement* supuso el inicio de la cuenta atrás para la constitución de la sociedad PIPE, S. A., a la que se procedió el 13 de junio de 1990, y cuyo nombre fue sustituido por EUROQUOTE, S. A., por considerarse más acorde con los objetivos sociales y los ámbitos de actividad.

Finalmente, por lo que respecta al frente técnico de actuación, y una vez definido el tipo de servicio que las bolsas europeas prestarían a través del proyecto PIPE—hoy ya EUROQUOTE, S. A.—, un documento, denominado *A request for qualification of a Pan-European market information network for the Federation of Stock Exchanges in the European Community*—más conocido como RFQ— fue elaborado y remitido a un gran número de compañías al objeto de que hicieran, muy en términos generales, sus propuestas en cuanto a posibles soluciones y tecnologías, así como para que identificaran y se alinearan con aquellas organizaciones

y consorcios que pudieran potencialmente diseñar, desarrollar y operar la solución propuesta.

Al RFQ respondieron 39 organizaciones, de entre las que, tras un meticuloso proceso de selección, se eligió a seis grandes empresas de servicios de ámbito internacional.

Dichas seis empresas fueron, a su vez, invitadas para que formularan una oferta para el desarrollo de la *versión 1* del proyecto, así como para la prestación de los servicios relativos a su operativa.

Recordemos que la *versión 1* del PIPE consiste básicamente en un sistema centralizado de recogida y difusión de información, lo cual implica:

- La obtención de los datos procedentes de las bolsas europeas, que actúan como fuentes de información.

- El mantenimiento de la base de datos correspondiente en el sistema propio del PIPE, que a su vez los suplementa con:

- nuevos datos de generación propia (índices, conversiones en diferentes divisas...), lo que proporciona un mayor valor añadido a la información, e

- información relativa a la administración y control de la red.

- La difusión de la información a través de un sistema de la máxima cobertura posible, como por ejemplo mediante la utilización de tecnología vía satélite.

- La recepción, decodificación y reorganización de los datos en los puntos de acceso de los usuarios.

Asimismo, está previsto expandir dicha *versión 1* en las siguientes direcciones:

- Incluir información sobre otras bolsas europeas, aparte de las pertenecientes a la Federación.

- Añadir otras fuentes de información.

- Realizar la difusión de información más allá de las fronteras de la Europa comunitaria.

- Proveer de más servicios de valor añadido.

La invitación a las ofertas se realizó mediante la elaboración de un documento conocido como *Invitation to tender for the supply of version 1 of PIPE and related operational support services (ITT)*, que fue remitido a los interesados en el mes de febrero de 1990.

A la invitación respondieron, durante el mes de marzo, cuatro grandes consorcios, cuyas propuestas fueron estudiadas y evaluadas por un equipo

técnico procedente de las bolsas, asistido por toda una serie de consultores especializados, y que formuló una propuesta de selección que fue ratificada por el consejo de supervisión el 30 de abril de 1990, en reunión celebrada en Bruselas. Los dos consorcios finalistas están encabezados por las compañías Citicorp-Quotron y General Electric Information Services.

## **BOLSA DE MADRID: UN PAPEL ACTIVO EN LA INTEGRACION COMUNITARIA**

La Bolsa de Madrid, como corresponde al modelo de mercado en que se fundamenta, ha vivido tradicionalmente de espaldas a su internacionalización. De hecho, ha sido una de las últimas bolsas comunitarias en cotizar valores extranjeros, la presencia de socios extranjeros entre sus miembros es aún muy reciente y la salida de sus principales empresas a los mercados exteriores se remonta a pocos años. Incluso la inversión extranjera, que en la actualidad supera ampliamente el billón de pesetas anuales entre compras y ventas, era prácticamente inexistente hace una década.

Es cierto, y creo que el anecdotario en este caso es relevante, que fue un español —José de la Vega— el primero en publicar un tratado sobre el funcionamiento de los mercados de valores, y lo hizo en Amsterdam, en 1688. Como lo es también que ya en 1981, cinco años antes del ingreso de España en la CEE, la Bolsa de Madrid se convirtió en miembro de pleno derecho del entonces llamado Comité de Bolsas de la Comunidad Económica Europea, hoy reconvertida en Federación. Era la única Bolsa miembro de pleno derecho perteneciente a un país no comunitario.

Pero no ha sido hasta mucho más recientemente cuando se ha sentido la oportunidad, y la necesidad, de apoyar y participar activamente en la superación de los problemas comunes que limitan el pleno aprovechamiento de las oportunidades de cada una y del conjunto de las bolsas comunitarias.

Al lastre de la dispersión de bolsas comunitarias me he referido en extenso a lo largo del presente trabajo. Quisiera ahora referirme, en concreto, a algunas de las razones específicas que han movido a las bolsas españolas hacia el proyecto comunitario. Estoy hablando, entre otras cosas, del drenaje que supone la contratación de valores españoles fuera de nuestro país, fuera del control de nuestras autoridades y, en gran medida, fuera del control de cualquier autoridad bursátil internacional. El volumen de estas transacciones puede estimarse, conservadoramente, en 12.000 millones

de dólares en 1989, lo que representa el 30 por 100 del volumen de la Bolsa de Madrid.

Digo conservadoramente porque el volumen de transacciones fuera de nuestro país, así como la identidad de los accionistas, es, en realidad, desconocido.

Hay tres clases de operaciones de este tipo:

1) Compraventa de valores españoles cotizados en bolsas extranjeras por miembros de las bolsas pertinentes. Estas transacciones son reportadas y controladas por las autoridades bursátiles locales, aunque casi nunca se sabe quién es el comprador final.

2) Compraventa de valores españoles no cotizados en bolsas extranjeras por miembros de éstas. Solamente en el caso de Londres y Portugal estas transacciones se reportan, en alguna medida, a las autoridades bursátiles locales, pero no se controlan. En las demás bolsas, ni se reportan. Las operaciones se realizan por traslados internos de cuentas de depósitos en los grandes depositarios internacionales.

3) Compraventa de valores españoles por no miembros de bolsas. Esta operativa es muy corriente, porque son muy pocos los grandes depositarios internacionales: Chase Manhattan, State Street, Morgan-Euroclear, Citicorp, Cedel, Bank of Tokyo, Royal Bank of Scotland y Swiss Bank Co.

Para dar una idea de la importancia que tienen estos tipos de transacciones para nuestra Bolsa, basta resaltar que de enero a noviembre de 1990 la Bolsa de Londres publica transacciones en acciones españolas por valor de 5.755 millones de libras, lo que equivale, dada la forma de computar volúmenes sumando compras y ventas de los mercados anglosajones, al 15,3 por 100 del volumen contratado en Madrid en el mismo período. Si incluimos los datos oficiales de las bolsas de Nueva York, París, Francfort y Tokio, la cifra anterior asciende al 27,42 por 100 de la contratación en Madrid en el mismo período.

Las primeras estadísticas de la Federación Europea de Bolsas sitúan las operaciones de valores españoles fuera de España, conservadoramente, en un 29,4 por 100 de las operaciones realizadas en 1989 en la Bolsa de Madrid.

Este volumen representa una pérdida neta de negocio para nuestros miembros, que no pueden acceder a los mercados internacionales de acciones españolas en el exterior, ni pueden acceder directamente a valores extranjeros, salvando la representación, sólo testimonial, de valores extranjeros en nuestra Bolsa. No hay contrapartida para

nuestros miembros de la importante pérdida de negocio que representan las operaciones de valores españoles fuera de nuestras fronteras.

Evidentemente, es preocupante también la pérdida de información y transparencia que estas operaciones representan; se pueden hacer a cualquier precio y por cualquier titular.

El problema de operaciones en acciones nacionales fuera del país de origen afecta, en mayor o menor medida, a todos los países europeos. De hecho, la Bolsa de Amsterdam es la que más pierde, ya que las transacciones internacionales de valores holandeses (mayormente en Londres) representan más del 63 por 100 del volumen local.

A nivel mundial, según Solomon Brothers, las operaciones fuera de fronteras han crecido al ritmo del 35 por 100 anual acumulativo en los últimos diez años. En 1989, se estima un crecimiento del 26 por 100, contra un 10 por 100 de crecimiento de volumen en los mercados organizados mundiales. No está lejos el día en que las transacciones extranacionales superen en volumen a las nacionales.

La solución a los problemas que estos movimientos de capital plantean pasa por dos vías:

- Mayor cooperación internacional en la organización y regulación de tan vasto mercado, y homogeneización de regulaciones bursátiles internacionales.
- Creación de mercados supranacionales deslocalizados, a los que tengan acceso nuestros miembros.

Estamos convencidos de que en este nuevo entorno se decide el futuro de los mercados de valores y, en especial, el papel que la integración de los actuales mercados europeos debe jugar. Precisamente por ello, la Bolsa de Madrid ha apostado decididamente por sumar su esfuerzo a este objetivo común, desde el pleno convencimiento de que nuestra contribución tiene mucho que aportar a la nueva configuración y diseño de los mercados de valores en los próximos años y, sin duda, a los intereses específicos de todos los intervinientes en la Bolsa española.

Entendemos que la confianza despositada en la Bolsa de Madrid para que lidere durante los tres primeros años, sin duda cruciales, el objetivo comunitario de integrar sus mercados de valores en un proyecto común, concediéndole la presidencia del proyecto EUROQUOTE, es el reconocimiento a su capacidad de asumir las nuevas realidades con responsabilidad e independencia.