

# MERCADO BURSÁTIL EUROPEO: ENTRE LA COMPETENCIA Y LA COLABORACION

Raimundo ORTEGA

## I. INTRODUCCION

El Acta Unica Europea, que entrará en vigor en 1993 para los principales países miembros, constituye un potente motor ideológico que atrae la imaginación de la inmensa mayoría de los europeos, dentro y fuera de la Comunidad. Gran parte de ese atractivo deriva de los enormes beneficios anejos a la creación de un mercado interno de dimensiones muy superiores a cualquiera de los doce actualmente existentes.

Al calor de esa ilusión, aparecieron diversos informes dirigidos a cifrar esos beneficios y a subrayar las ventajas de la abolición de barreras legales y reglamentarias, de la desaparición de fronteras y, sobre todo, de la más eficiente asignación de recursos. Uno de esos informes, por ejemplo, estimaba en 22.000 millones de ecus de 1988 los beneficios directamente atribuibles a la implantación del Acta Unica en el sector financiero.

En el plano teórico, el Acta Unica supone la culminación del espíritu que dio vida al Tratado de Roma, en cuanto consagra la plena liberalización de movimientos de capitales y, en consecuencia, la libre utilización, por los residentes en los doce países de la Comunidad, de cualesquiera activos, técnicas y procedimientos financieros existentes en los mercados de uno o de varios de ellos. Eso obliga, a su vez, a que las diferentes entidades financieras tengan libertad completa para ofrecer sus servicios dentro y fuera de sus fronteras, haciendo obsoletas las regulaciones referentes al derecho de establecimiento, así como las actuales prohibiciones o limitaciones para adquirir entidades de naciones miembros o para actuar con plena libertad en cualquier tipo de mercado.

Esa visión liberal exigía el establecimiento de unos principios previos, de carácter cautelar, que pueden resumirse como sigue:

a) El reconocimiento mutuo de las leyes, dispo-

siciones administrativas y prácticas de mercado existentes en los países miembros.

b) La armonización de las normas de supervisión, a fin de asegurar la protección de inversores y consumidores.

c) El respeto al principio según el cual las actividades de cualquier entidad o intermediario financiero están regidas por las normas del país de origen.

Ese es el marco legal que permitirá, entre otras cosas, el establecimiento de un mercado bursátil europeo. Y éste es el objeto del presente artículo: discutir si lo que, en principio, resultará factible en el plano legal tiene posibilidades de materializarse en el mundo real.

Para ello, me propongo examinar tres grupos de cuestiones antes de llegar a un apartado final de conclusiones. Esas cuestiones son las siguientes: ante todo, cuáles son los antecedentes que, en los dos últimos años, permiten confiar, o no, en la realidad de una Bolsa europea. A continuación examinaré cuál es la situación actual en los principales mercados europeos. Expondré después los rasgos básicos aportados por la Ley del Mercado de Valores en la reforma de nuestras bolsas, y concluiré con unas reflexiones sobre sus posibilidades de afrontar con éxito la competencia de los mercados europeos.

## II. LA BOLSA EUROPEA: SUS PRIMEROS PASOS

La idea de hacer de Europa uno de los tres grandes mercados bursátiles mundiales tiene, indudablemente, grandes atractivos. Recuérdese que en estos momentos Londres, su Bolsa más importante, sigue siendo un mercado relativamente pequeño en relación con Nueva York o Tokio. Sin embargo, una bolsa que integrase los mercados de los

doce países miembros sumaría una capitalización bursátil que, a finales del pasado mes de septiembre, suponía el 60 por 100 de las bolsas norteamericanas y algo más del 75 por 100 de las japonesas.

Parece claro, en principio, que ese mercado europeo integrado atraería a los inversores internacionales y a las grandes compañías multinacionales deseosas de emitir fuera de las fronteras de su país de origen. En una palabra, podríamos afirmar que la libertad de movimientos de capitales —que, como hemos visto, es uno de los pilares tanto del Tratado de Roma como del Acta Única— demanda un mercado de capitales integrado.

Esos entusiasmos iniciales se plasmaron en proyectos para crear una lista de valores que se cotizarían en ese mercado europeo, y en un sistema unificado de difusión de información y de ejecución y confirmación de órdenes. Sin embargo, desde un principio, se pusieron de manifiesto profundas divergencias respecto a la orientación y propósitos de los promotores de ambos proyectos, divergencias que obedecían, sobre todo, al temor de unos y de otros a perder cuota de negocio frente a los mercados rivales.

Los propósitos unificadores contaban, no obstante, con un importante precedente en el sector bancario. Aquí, en efecto, la llamada Segunda Directiva había trazado con un pulso unificador las reglas del juego que las entidades bancarias se verán obligadas a respetar a partir de 1993. Y esas reglas, sin borrar definitivamente las fronteras nacionales, las difuminan de tal forma, que no sólo permiten hablar de un mercado bancario europeo, sino que, igualmente, ofrecen el caldo de cultivo preciso para el nacimiento de bancos europeos, si alguna entidad tiene vocación, recursos y estrategia para ello.

Esa directiva constituyó el modelo o falsilla inicial, sobre el cual se redactaron los primeros proyectos de una directiva de servicios financieros. Ese texto debería establecer, en principio, la posibilidad de que una sociedad o agencia de valores autorizada en un país miembro pudiese operar libremente en cualquiera de los mercados de los otros once países sin necesidad de solicitar autorización en el país de acogida, y sin verse obligada a constituir una filial o una sucursal. La realidad es que, después de casi dos años, los sucesivos proyectos de directiva no han logrado el acuerdo deseado, y es más que probable que para 1993 no pueda contarse con un mercado común de servicios financieros. ¿A qué son debidas tan profundas divergencias?

*Primero*, una parte de los actuales miembros de la Comunidad opina que la contratación de valores debe concentrarse en los mercados organizados —lo cual quiere decir las bolsas— y obedecer a reglas claras de publicación de precios y difusión rápida de toda información relevante para el inversor. Por el contrario, otro grupo de países miembros adopta una actitud más liberal, y mantiene la posibilidad de diferenciar entre inversores particulares e inversores profesionales e institucionales, asegurando que únicamente los primeros necesitan una protección especial.

*Segundo*, habida cuenta de la posición relevante que en la estructura bancaria europea tienen los bancos catalogados de «bancos universales», se plantea cuándo y cómo podrían los bancos operar directamente en los mercados bursátiles oficiales.

Fácilmente se comprenderá que tan encontradas visiones ocultan formas muy opuestas de entender cómo han de funcionar los mercados y cuáles son los intermediarios que en ellos deberían operar. ¿Qué solución cabe esperar? Creo que resulta difícil oponerse al principio básico de libre competencia que ha guiado a la Comunidad en sectores como el bancario. Ello se reflejará en la posibilidad de acceso de los inversores a la negociación en los mercados no bursátiles, siempre que dieran su aprobación a ello, y simultáneamente, en que los bancos pudieran operar directamente en los mercados de valores. Tal solución permitiría, además, el mantenimiento de dos modelos bursátiles ahora existentes y perfectamente válidos cara al futuro.

La segunda cuestión, que hace referencia a la transparencia en los mercados —mayor en los oficiales que en los no bursátiles—, puede zanjarse con un acuerdo respecto al grado de detalle de la información ofrecida por los mercados extra-bursátiles y, de forma muy especial, a la rapidez con la cual el público en general accede a ella. Se trata, en definitiva, de evitar la información privilegiada y facilitar la tarea de las autoridades supervisoras; pero, una vez más, tras tan lógicas y respetables premisas se ocultan peligros para algunos mercados extra-bursátiles, hoy en día bien asentados y con grandes perspectivas futuras.

El acceso directo de los bancos a los mercados oficiales nos remite, una vez más, a la cuestión de libre competencia, pues ciertos países desean preservar a algunos miembros de su bolsas de una competencia directa que quizá pudiera arruinarles.

Este es el estado de la cuestión, con el correspondiente peligro de no llegar pronto a un acuerdo y la imposibilidad de aprobar la directiva correspondiente e iniciar el año 1993 bajo el principio de

libre establecimiento y libre prestación de servicios financieros de inversión.

Esa sensación existe y, poco a poco, se va adueñando de los ánimos tanto de los responsables políticos de la Comunidad como de los rectores de los diferentes mercados bursátiles, que, cada vez más, se preocupan sobre todo de afilar sus propias armas para encontrarse en mejores condiciones para competir y atraer negocio de las bolsas rivales.

Esa idea me permite pasar ahora a la cuestión de la Bolsa como un mercado, y hacer un examen de sus principales piezas con el fin de intentar explorar la idea —mejor diría la intuición— según la cual ese clima competitivo acaso dará como resultado una paulatina convergencia de modos de hacer que, en la práctica, de aquí a unos años, equivalga al funcionamiento efectivo de un mercado europeo integrado.

### **III. LA BOLSA COMO MERCADO: SUS MECANISMOS**

---

Es bien sabido que un mercado bursátil cumple dos funciones básicas: posibilitar la emisión de valores por las sociedades en él cotizadas y facilitar la negociación de los ya existentes. Ahora bien, llevar a cabo ambos cometidos eficientemente no es tan fácil como parece, puesto que cada una de las piezas que constituyen el mercado es, de por sí, complicada, y el engranaje que las une requiere la existencia de un diseño global, a la vez flexible a los avances de la tecnología y a los cambios del mercado y resistente a posibles fallos. En resumen, es preciso contar con sistemas de contratación y liquidación eficaces, al tiempo que se asegura la existencia de medios con los cuales compensar los riesgos en que se incurre al operar en los mercados bursátiles al contado.

Ello significa que las bolsas capaces de ofrecer servicios más eficientes y baratos saldrán beneficiadas en un contexto competitivo como el instaurado en el futuro por el mercado único. Esta, sencillamente, es la cuestión que está en juego. Por tanto, las bolsas menos eficientes se encuentran obligadas a poner en práctica, en breve tiempo, una serie de reformas que les permitan competir, al menos defensivamente, con aquellas otras más eficientes.

Me propongo, pues, analizar muy brevemente esas piezas, empezando por todo lo referente a la contratación para concluir con los mercados de productos derivados, que tanta relevancia están

adquiriendo en el contexto de un mercado europeo integrado.

#### **1. El modelo de mercado**

Los mercados europeos se dividen en mercados dirigidos por órdenes (la mayoría) y mercados dirigidos por precios (de momento, y con excepciones que no vale la pena comentar, sólo Londres). A esta clasificación se superpone la de mercado continuo (o mercado en el cual las órdenes se ejecutan en el mismo momento en que un comprador y un vendedor coinciden en un precio) y mercado de corros (en el cual se determinan uno o varios precios durante un corto período, y a ese precio se casan las órdenes presentadas en el mercado).

En principio, el mercado dirigido por precios ofrece una ventaja respecto al mercado por órdenes, y es que en él no se corre el llamado riesgo de contratación, puesto que los precios anunciados por los creadores de mercados son firmes.

En el mercado por órdenes, éstas pueden dejar de ejecutarse al mejor precio posible de no encontrarse la adecuada contrapartida.

Si ahora nos preguntásemos qué tipo de mercado es más eficiente, en el sentido de más líquido, sería difícil contestar por carecer de suficientes trabajos empíricos fiables, con la excepción de un estudio referido a los valores franceses, que se cotizan tanto en la Bolsa de Londres (bajo el sistema de precios) como en su propia Bolsa (que funciona bajo el sistema de órdenes).

Pues bien, los resultados no ofrecen una conclusión indiscutible, ya que la Bolsa parisina muestra una menor variabilidad y resulta ser más profunda, entendiéndose este concepto en el sentido de que el volumen de la orden no afecta al precio cotizado, aun cuando no haya sociedades que actúen como creadores dispuestos a cotizar precios en firme, tal y como ocurre en Londres.

Otra cuestión a considerar se refiere a las posibles ventajas e inconvenientes del mercado continuo respecto al mercado de corros o de subastas periódicas. Teóricamente, cabría pensar que el mercado continuo, al incrementar la frecuencia de la contratación, reduce la profundidad del mercado y, por ende, disminuye la liquidez para los intermediarios que en él operan, aumentando la volatilidad de los precios.

Tampoco se dispone en este terreno de estudios rigurosos. La experiencia parece enseñar que los mercados continuos han favorecido una mayor

profundidad respecto a los mercados de corros, y ello, sin embargo, a costa de un cierto incremento de la volatilidad de las cotizaciones. Un estudio reciente sobre cincuenta y siete valores españoles así lo confirma.

## 2. Los miembros del mercado

Intimamente ligada a la cuestión anterior está la del tipo de intermediario que opera en el mercado, si está autorizado o no para operar por cuenta propia y si existen restricciones a la participación de entidades de depósito y otros intermediarios financieros en su accionariado.

Empezando por esta última pregunta, el modelo más general ha sido el de establecer una fase transitoria que aseguraba, durante un cierto período, la presencia en el accionariado de las nuevas sociedades de los antiguos miembros del mercado, los agentes de cambio y Bolsa. Existen excepciones —Alemania, Italia y Holanda son las más notables— en las cuales alguna figura de agente de cambio y Bolsa individual sigue desempeñando actividades bursátiles; pero la regla general es la forma societaria, y la distinción clave es la de si actúan sólo por cuenta ajena o, además, por cuenta propia.

Conceptualmente, el esquema puede ser muy riguroso, pero la realidad ha presentado siempre zonas de claros y sombras, ya que los bancos —especialmente Alemania, Francia e Italia— han operado tanto por cuenta de su clientela como por cuenta propia desde hace mucho tiempo. Por tanto, el reconocimiento oficial de que ciertos intermediarios podían operar tanto por cuenta ajena como por cuenta propia era, por así decirlo, mera formalidad.

El actuar con «doble capacidad», como dicen los anglosajones, plantea un triple problema: primero, la posibilidad de incurrir en fuertes pérdidas, lo que preocupa a las autoridades supervisoras; segundo, el peligro de anteponer los propios intereses a los de la clientela, lo cual obliga a establecer reglas rígidas para diferenciar ambas líneas operativas y para aislar posibles conflictos de interés y prácticas abusivas; la tercera cuestión se refiere a la influencia sobre la liquidez del mercado, al detraer previamente operaciones a éste.

Estamos, pues, ante una situación que no permite soluciones extremas de ningún signo, como lo prueba el proyecto de directiva de servicios financieros, a la cual me he referido antes. La única respuesta acertada, en mi opinión, es que no pue-

den cerrarse los ojos a la realidad, y ésta nos demuestra que ha habido y habrá intermediarios que operen por cuenta ajena y por cuenta propia. Esta forma de actuar presenta algunas ventajas para el buen funcionamiento del mercado, y es fuente de ciertos peligros que las propias autoridades del mercado deben vigilar y castigar.

## 3. Estructura del mercado

En ciertos países —como España, Francia e Italia—, las operaciones fuera del mercado han estado tradicionalmente prohibidas o muy rigurosamente reguladas. También ha de reconocerse que ello no ha impedido que se llevasen a cabo y que, además, supusiesen un porcentaje elevado de las contratadas oficialmente en el mercado. Las razones para ello eran dos: la existencia de comisiones fijas, impuestas oficialmente, y la posibilidad de negociar fuera del mercado grandes bloques de valores, transacciones que era imposible o peligroso llevar a mercados oficiales, cuya profundidad podía ser escasa.

Pero me parece indiscutible que la liberalización y la internacionalización de los mercados ha solucionado o solucionará ambas cuestiones. Primero, porque la libertad de comisiones eliminará el obstáculo que suponían los excesivos costes implícitos en el sistema de comisiones fijas imperante en los mercados oficiales; segundo, porque es una realidad existente ya en la práctica totalidad de los países comunitarios, ya que si ciertas operaciones no se realizan en los mercados, oficiales o extra-bursátiles, de un país se ejecutarán en los de aquellos otros más eficaces o más baratos.

Por tanto, existirán siempre mercados extra-bursátiles. La cuestión es calibrar sus consecuencias. En principio, la fragmentación de mercados puede propiciar tanto una mayor volatilidad de precios como la aparición de oportunidades abusivas para quienes disfruten de información privilegiada. Más preocupante es la posibilidad de que la existencia de varios mercados reduzca la profundidad de alguno o de todos ellos. Es indudable que la concentración de órdenes favorece la liquidez, pero no lo es menos que la especialización puede favorecer, por ejemplo, la existencia de dos mercados: uno centralizado y para órdenes pequeñas, y otro especializado en grandes bloques. En otras palabras, se debe tender a la concentración de órdenes en un solo mercado, pero es ilusorio prohibir el funcionamiento de otros mercados extra-bursátiles en un espacio económico caracterizado por la libertad de movimientos de capitales.

#### 4. La compensación y liquidación bursátil

Cualquier intento de integrar las diferentes bolsas europeas resultará, probablemente, inútil si no se consiguen sistemas homogéneos de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles. Este ha sido el objetivo del llamado «Grupo de los Treinta», la organización privada que en marzo de 1989 publicó un exhaustivo informe resumido en nueve conclusiones que buscan, primero, mejorar la eficiencia de los sistemas y, segundo, reducir el riesgo anejo a todo proceso de compensación y liquidación.

Resumiendo al máximo una cuestión complicada, puede afirmarse que un sistema es eficiente si inmoviliza los títulos o, mejor aún, si los desmaterializa, pues ello permite que las transferencias se lleven a cabo mediante simples cambios en la base de datos de un ordenador, ahorrando en tiempo y en dinero al eliminar todo movimiento físico de documentos. Por otro lado, un sistema de compensación y liquidación comporta tanto más riesgo cuanto más dilatado sea el período que media entre la fecha de realización de la operación y su liquidación final.

Como era de esperar, ciertos mercados europeos más activos —París y Madrid— se hallan en una situación intermedia: algunos disponen de un sistema de inmovilización de los valores, pero su ciclo de liquidación es muy dilatado (París), otros (como Londres y Madrid) han inmovilizado una proporción elevada de sus títulos, pero no la totalidad, al tiempo que sus períodos de liquidación siguen superando los cinco días inicialmente propuestos como límite por el informe del «Grupo de los Treinta».

Tres mercados europeos —los de Alemania, Holanda y Dinamarca— marcan la pauta en este campo, pues han inmovilizado o desmaterializado sus títulos y llevan a cabo la liquidación cinco días después de contratarse la operación de compraventa. Por último, en una tercera categoría se englobarían dos grandes mercados —Londres y Milán— y mercados marginales —como los de Lisboa y Atenas—, que carecen tanto de inmovilización de los títulos como de períodos ciertos de liquidación.

Para 1993 está previsto que todos los países de la Comunidad, con la excepción de Portugal y Grecia, cuenten con sistemas de inmovilización o desmaterialización de sus títulos y sean capaces de llevar a cabo la compensación de las operaciones en un período máximo de cinco días. Quienes no alcancen tales metas sufrirán, indudablemente, una pérdida en el negocio internacional de valores,

e incluso correrán el riesgo de que una proporción creciente de su contratación doméstica emigre hacia un país que cuente con sistemas más eficientes y seguros.

#### 5. Mecanismos de difusión de la información

Las bolsas europeas iniciaron, curiosamente, sus intentos de integración con un proyecto tendiente a implantar un sistema concertado de difusión de la información. El proyecto nació en mayo de 1990, pero pronto aparecieron los primeros recelos entre los responsables de aquellas bolsas, que temían que el proyecto acabase desbordando los límites puramente informativos, y se tratase en realidad de una idea más ambiciosa que abarcase tanto el encaminamiento de órdenes como la contratación y quién sabe si, en último extremo, también la compensación y liquidación de valores.

El llamado proyecto PIPE —«proyecto de precios e información para Europa»— se presentó como un intento de solución conciliadora que se desarrollaría en tres etapas: en la primera se facilitaría la difusión centralizada de la información ofrecida por los principales mercados gracias a un sistema de telecomunicaciones vía satélite; la segunda promovería la interconexión entre los sistemas informáticos de las bolsas y facilitaría el encaminamiento automatizado de órdenes; la tercera y última fase desarrollaría un sistema automático de casamiento de órdenes, su ejecución y confirmación, al igual que la transmisión de los mensajes de compensación y liquidación de las operaciones ejecutadas.

Para llevar a cabo tal programa, se fundó, en junio de 1990, por las bolsas europeas, una sociedad anónima, llamada Euroquote, que tendría su sede en Bruselas y actuaría con criterios de absoluta independencia respecto a sus socios; es decir, las bolsas. Sin embargo, los proyectos PIPE despertaron muy pronto sospechas, así como el temor de que, al final, se tratase de un intento soterrado de sustituir a los actuales mercados por un mercado europeo de carácter internacional; en otras palabras, por una decimotercera bolsa. Las bolsas de Londres y Francfort se destacaron inmediatamente en tal posición, y su negativa frontal hizo fracasar el proyecto de interconexión de los mercados, abriendo de esta forma una gran incógnita sobre las posibilidades inmediatas de que las bolsas europeas trabajen en común.

#### 6. Mercados de productos derivados

El proyecto de creación de un mercado único europeo en 1993 está siendo también la fuerza

motriz en los procesos de reflexión que se observan en los diferentes mercados europeos de productos derivados. Y aquí es igualmente pertinente la comparación antes utilizada al hablar de los mercados al contado: individualmente considerado, el mercado europeo de opciones más activo negoció, durante el primer semestre de 1991, algo menos del 9 por 100 de los contratos intercambiados en la Bolsa norteamericana más activa; si sumásemos los volúmenes contratados en los ocho mercados comunitarios existentes, esa proporción subiría al 37 por 100. Una comparación semejante con futuros arrojaría cifras porcentuales del 29 y 52 por 100, respectivamente.

Varias podrían ser las causas susceptibles de mencionarse como explicaciones de esa situación de fragmentación: regímenes fiscales ambiguos respecto al tratamiento impositivo a aplicar a estas operaciones, excesiva regulación por parte de ciertas entidades supervisoras europeas y escaso conocimiento de los inversores privados; pero, sobre todo, la competencia descarnada entre los principales mercados: Londres, París, Francfort, Amsterdam.

Por tanto, a nadie se le oculta la necesidad de comenzar a discutir acuerdos de cooperación, pues la actual vía de solución —a saber, seguir inventando nuevos contratos, en un esfuerzo desesperado por aumentar la cuota de mercado propia a costa de reducir la del vecino— puede llevar a alguno de ellos a una situación peligrosa de liquidez.

Desde finales de 1988 existe una asociación de los mercados de la Comunidad Europea en opciones y futuros —ECOFEX—, cuyas finalidades más destacadas son lograr que los productos derivados tengan en el futuro mercado único la misma consideración que las acciones y otros valores, y además, estimular el desarrollo de las opciones y futuros en el ámbito financiero comunitario. En la actualidad, ECOFEX tiene quince miembros de pleno derecho y dos miembros asociados. Hay que reconocer, sin embargo, que hasta el momento no está muy clara la efectividad de su actuación, pero es necesario comenzar a establecer vías de solución. Quizá podría abrirse la posibilidad de operar en cada uno a los miembros de los otros mercados, o conectar las respectivas cámaras de compensación, reduciendo así las garantías exigidas y abaratando los costes de transacción, o quedaría, por último, el camino de las fusiones, tal y como ha sucedido recientemente con los dos mercados londinenses, el LIFFE y el LTOM. En todo caso, el peligro que acecha si no se hace, o se hace tarde, reside en la competencia de los mercados no orga-

nizados, en los cuales bancos e intermediarios han empezado ya a ofrecer a su clientela contratos de futuros y de opciones a la medida.

## 7. Supervisión y regulación

Para completar este repaso, con el que he pretendido ofrecer un panorama de la actual situación de los mercados bursátiles europeos, queda por hacer una referencia a los organismos encargados de su supervisión y regulación.

Las preocupaciones y finalidades características de esas instituciones no son, ciertamente, nuevas. Se trata, en resumen, de velar por la transparencia en el funcionamiento de los mercados, asegurar la debida protección al inversor y mantener el cumplimiento estricto de las normas legales que configuran el marco en el cual funcionan los mercados. Lo más destacable es que durante la segunda parte de la década de los años ochenta, y al compás de la liberalización y globalización de los mercados, ha ido desapareciendo la confianza general en la capacidad de éstos para auto-regularse, siendo sustituida por la instauración de órganos públicos de supervisión.

En este momento, en siete de los doce países miembros de la Comunidad, la supervisión del mercado está confiada a organismos públicos especializados, como nuestra Comisión Nacional del Mercado de Valores. En los cinco restantes —Alemania, Dinamarca, Luxemburgo, Irlanda y Grecia—, dichas tareas recaen en diferentes departamentos de los respectivos ministerios de Hacienda.

## IV. LA REFORMA DEL MERCADO BURSÁTIL ESPAÑOL

---

La Ley del Mercado de Valores (LMV) inició, en julio de 1988, una profunda reforma de nuestro mercado bursátil. En su primera etapa, que duró prácticamente un año, se constituyó el órgano supervisor del mercado —la Comisión Nacional del Mercado de Valores— y se produjo la sustitución de los antiguos intermediarios —los agentes de cambio y Bolsa— por los nuevos miembros del mercado, que adoptaron fórmula societaria: ya de sociedades, ya de agencias de valores. Al mismo tiempo, el antiguo órgano gestor de las bolsas —las Juntas Sindicales de los Colegios de Agentes— daba paso a sociedades anónimas —las sociedades rectoras— encargadas de administrar los centros de contratación en que quedaron constituidas las bolsas, pues las tareas de compensación

y liquidación de efectivo y valores cotizados en Bolsa quedaban encomendadas a una entidad diferente, el Servicio de Compensación y Liquidación.

La reforma se vio precedida por la sustitución del anterior sistema de contratación, en corros de viva voz, por un sistema electrónico de contratación continua. El nuevo «mercado continuo», que así se dio en llamar al sistema importado de la Bolsa de Toronto, comenzó en abril de 1989 con la incorporación de unos cuantos valores, pero fue ampliándose paulatinamente hasta englobar en la actualidad más del 90 por 100 de los contratados en las cuatro bolsas españolas.

La LMV estableció una transición en dos puntos importantes de la reforma: la composición accionarial de los miembros y los precios que éstos podían cobrar por sus servicios. Como es bien sabido, la disposición transitoria sexta imponía la presencia de los agentes de cambio y Bolsa en el capital de las sociedades y agencias de valores, en una proporción decreciente del mismo, hasta el 1 de enero de 1992.

Por otro lado, aun cuando el artículo 42 de la Ley establecía el principio de libertad de comisiones en las actividades realizadas por los miembros del mercado, la disposición final primera fijó un período transitorio —que finalizará también el primero de enero de 1992—, durante el cual se ha mantenido, al menos oficialmente, la comisión del 2,5 por 1.000.

Ambas decisiones estaban, sin duda, inspiradas en el mismo espíritu: el de facilitar la transición entre dos sistemas muy diferentes, asegurando a los antiguos miembros del mercado una cierta franquicia por la pérdida de una situación privilegiada, al tiempo que se intentaba evitar un encarecimiento de las comisiones, especialmente las cargadas a pequeños clientes, que pudiera ligarse malintencionadamente a la propia reforma. Hemos de reconocer que ambos objetivos se han cumplido, si bien a un cierto coste para los nuevos miembros de las bolsas; coste que no resulta ciertamente fácil de cuantificar.

Por otro lado, esos mayores costes parecen haber sido absorbidos sin grandes dificultades por sociedades y agencias de valores y Bolsa. De hecho, y según datos de la propia CNMV, las rentabilidades medias sobre fondos propios, tanto de sociedades como de agencias, se han movido en zonas muy altas —entre el 22 y el 40 por 100 para las sociedades y entre el 28 y el 63 por 100 para las agencias—, aun cuando inmediatamente conviene matizar esos porcentajes añadiendo

do que la distribución por firmas es muy sesgada, de tal forma que siempre ha habido un grupo importante de miembros del mercado cuya rentabilidad no llegaba a la media mientras que otro grupo, éste muy reducido, concentraba en su seno las rentabilidades netas superiores al 60 por 100 de sus fondos propios.

El análisis de las cuentas de pérdidas y ganancias de los miembros del mercado revela, además, otro hecho que debe tenerse muy presente. Me refiero a la dependencia de sus ingresos respecto a las comisiones por negociación de valores de renta variable. En efecto, en junio de 1990 dichas comisiones suponían el 61,5 por 100 de los ingresos totales de las sociedades de valores y Bolsa, mientras que un año después, si bien había descendido, seguía siendo la parte del león de los ingresos: un 51 por 100. El hecho revela una fuerte dependencia tanto respecto a los niveles de precio como a los volúmenes de contratación, rasgo que se puso de relieve cuando se inició el conflicto del Golfo. En efecto, los datos publicados por la Comisión indican que durante el tercer trimestre de 1990 los beneficios de los miembros del mercado redujeron su ritmo de crecimiento, aumentando el número de empresas cuya rentabilidad sobre fondos propios era inferior a la media del sector, y registrando pérdidas un cierto número de ellas.

Aquellas dificultades quizá se produzcan en 1992, cuando entre en vigor la libertad de comisiones, ya que no pocas sociedades y agencias pueden creer, en mi opinión erróneamente, que su supervivencia está ligada a una política agresiva de reducción de comisiones. Lo más probable es que dicha estrategia conduzca al fracaso y a la primera reducción sería en el número de miembros del mercado desde el inicio de la reforma. No olvidemos que a finales de 1989 había sesenta y tres sociedades y treinta y una agencias, y en septiembre de 1991 los respectivos números eran treinta y cuatro y veinte.

Es probable, por tanto, que dentro de un año los intermediarios operantes en nuestras bolsas sean menos; pero no cabe duda de que, por lo general, estarán más capitalizados y mejor dotados que hoy día. Esto me lleva a preguntarme por las mejoras tecnológicas que sería aconsejable introducir cuanto antes, empezando con el sistema de contratación.

El mercado continuo —el CATS— es un sistema de los llamados dirigidos por órdenes, por contraposición al modelo de mercado dirigido por precios, del cual Londres es el arquetipo. Habida cuenta de que, como he indicado antes, no existen

por el momento estudios empíricos avalando la superioridad de un modelo respecto al otro, no resulta justificado abogar por un cambio en el modelo de contratación, pero sí introducir mejoras técnicas factibles, que permitirían asegurar la fluidez de la contratación en situaciones de tensión de mercado, al tiempo que se autoriza a sociedades y agencias a operar libremente en el mercado continuo sin que sus accesos a éste dependan, como ahora sucede, de la dedicación material de operadores y terminales a cada bolsa.

Otro aspecto íntimamente ligado a la mejor técnica en el sistema de contratación es el de la liquidez del mercado. Los defensores del modelo de mercado dirigido por precios basan su defensa de esa configuración de las bolsas en la mayor liquidez que, dicen, proporciona la existencia de intermediarios —los creadores de mercado— dispuestos a cotizar en firme precios e importes a los cuales están dispuestos a comprar y vender en todo momento. Ya he indicado antes la inexistencia de avales empíricos para tal afirmación; en el caso español, no existen firmas que actúen como auténticos creadores de mercado, pues las escasas sociedades que han operado, en ocasiones, comprando y vendiendo por cuenta propia lo han hecho para obtener beneficios a corto plazo con las diferencias de precios en la contratación. Que esa ausencia de entusiasmos por la tarea de creador de mercado sea consecuencia de los fuertes recargos, en términos de recargos propios, que ello comporta en nuestra legislación es muy posible, si bien no me atrevería a asegurar que ésta sea la única causa.

El actual sistema de compensación y liquidación español es relativamente eficaz y barato en comparación con los existentes en otros países de la Comunidad, aun cuando presenta riesgos y ofrecía, hasta hace muy poco tiempo, la gran laguna de la ausencia de los títulos nominativos de la fungibilidad.

El gran problema de nuestro mercado bursátil reside, sin embargo, en conocer cuál es su capacidad de resistencia a las tendencias centrifugas, que, al igual, que en otras bolsas, tienden a internacionalizar los mercados y a concentrar una porción creciente de su negociación en aquel que ofrece mayor liquidez; en este caso, Londres.

Según diversas fuentes, el 30 por 100 de la contratación de valores franceses se efectúa en Londres. En el caso de Italia, el porcentaje se eleva al 59 por 100 de la negociación de la Bolsa de Milán. No disponemos de cifras precisas para el caso del mercado español. Según mis cálculos, durante los

ocho primeros meses de 1991, el volumen de títulos españoles contratados en Londres ascendió al 10 por 100 del total negociado en la Bolsa madrileña en ese período. Ahora bien, si consideramos sólo los seis valores cotizados en el SEAQ INTERNATIONAL —BBV, Banco Central, Endesa, Iberduero, Repsol y Telefónica—, el porcentaje contratado en la Bolsa londinense se eleva a casi el 40 por 100.

Para vencer en esa dura lucha competitiva, no sólo es esencial contar con un mercado eficiente y líquido, se precisa también asegurarse de que, a igualdad de riesgos, operar en él resulta barato. Ese concepto es la suma de diversos componentes: las comisiones cargadas por los intermediarios —lo cual depende en gran parte de los costes que soporten—, los costes de compensación y liquidación y, por último, las cargas fiscales. Olvidándonos de estas últimas, convendría garantizar que los intermediarios españoles son competitivos. No me cabe duda de que la libertad de comisiones es el único sistema para conseguir esa finalidad, pues solamente pervivirán las sociedades y agencias capaces de ofrecer al menor coste posible, y con la debida calidad, la gama de servicios exigida por los inversores. A la consecución de esa economía de costes sería deseable que colaborasen también los organismos rectores del mercado, reduciendo al mínimo las comisiones que imponen a los miembros operantes en aquél; camino en el cual debería seguirles el futuro Servicio de Compensación y Liquidación.

## V. CONCLUSIONES

---

Como se indicó al principio, el Acta Unica ha actuado como catalizador de esa gran idea que es la integración de los países miembros de la Comunidad en un espacio económico en el cual hayan desaparecido todas las barreras que, hoy día, separan artificialmente a unas economías cada día más interrelacionadas.

Pero también, al igual que ha sucedido en otros campos, esa idea se tradujo inmediatamente en un esquema de Bolsa Unica, que ha sido rechazado por parte de los mercados bursátiles más activos de la Comunidad. Frente a esa concepción, excesivamente unitaria, se alza la idea de un mercado bursátil europeo que mantenga la actual competencia entre las bolsas en el marco de unas reglas generales comúnmente aceptadas y favorecedoras de esa competencia.

Esas reglas a las que hago referencia deberán potenciar, y no retrasar por un afán excesivamente



centralizador bastante común en Bruselas, la continuación de los esfuerzos hasta ahora emprendidos para modernizar las bolsas, eliminar prácticas monopolistas o restrictivas de la competencia y asegurar la protección de quienes realmente la precisan: los pequeños inversores y los accionistas minoritarios.

Pues bien, la realización de ese programa requiere completar y armonizar tres fases de por sí complicadas:

a) Una primera fase, ya bien avanzada, consistiría en acabar con los monopolios, barreras de entrada y sistemas oficiales de fijación de precios y comisiones. En esta fase, prácticamente concluida en no pocas bolsas europeas, se han eliminado las atribuciones exclusivas conferidas a agentes y otros mediadores como únicos intermediarios; se ha abierto la posibilidad de que otras entidades financieras sean miembros del mercado y se han derogado los antiguos sistemas de comisiones fijas. Por último, el sistema de auto-regulación por parte de los propios órganos del mercado ha sido sustituido por el establecimiento de organismos públicos de supervisión.

b) En una segunda fase, se han comenzado a implantar, con más decisión y rapidez en unas bolsas que en otras, importantes mejoras tecnológicas, entre las cuales me interesa ahora destacar las siguientes:

- La sustitución de los sistemas de contratación discontinua, en corros de viva voz, por sistemas electrónicos continuos.
- El establecimiento de sistemas integrados de encaminamiento, ejecución y confirmación de órdenes.
- La puesta en funcionamiento de sistemas de información al público en tiempo real.
- La consecución de mejoras sustanciales en los mecanismos de compensación y liquidación.
- El desarrollo y madurez de los mercados de productos derivados en cuanto mecanismo complementarios de los mercados al contado.

c) Queda, en gran parte, pendiente una tercera fase, que debería completar los logros ya descritos, en particular mediante:

- La aprobación de las normas básicas que, con carácter general y para toda la Comunidad, favoreciesen la competencia y protegiesen los intereses legítimos de las partes implicadas: inversores, emisores e intermediarios. Ello exigiría, entre otros re-

quisitos: 1) la libertad de instalación y de prestación de servicios en el ámbito comunitario por cualquier intermediario autorizado por las autoridades nacionales de cualquiera de los países miembros; 2) la armonización de las normas referentes a fondos propios de los intermediarios autorizados; 3) la adopción de reglas comunes tanto en lo referente a la protección del inversor, especialmente mediante la tipificación y sanción de la información privilegiada, como al accionista, vía la regulación de las ofertas públicas de adquisición.

- En los restantes campos, probablemente lo mejor sería que no existiesen normas obligatorias comunitarias, permitiendo de este modo que los mercados bursátiles encontrasen sus propias fórmulas de cooperación, pero compitiendo para atraer negocio gracias a la rapidez, eficiencia, economía y ausencia de riesgos que cada uno de ellos fuesen capaces de ofrecer.

Dicho esto, y para terminar, no me queda más que hacer unas reflexiones destinadas a encuadrar la situación concreta de nuestro mercado bursátil con respecto al telón de fondo que acabo de describir.

El mercado bursátil español ocupa un lugar de creciente importancia en el concierto de las bolsas europeas. Dejando a un lado las tres grandes bolsas —Londres, Francfort y París—, y habida cuenta del descenso experimentado en los últimos meses por Milán, como consecuencia de las indecisiones internas sobre la orientación definitiva y el ritmo de la reforma, Italia, Holanda y España se encuentran en niveles de contratación muy parecidos.

Esa posición privilegiada no es casual, sino consecuencia de una infraestructura tecnológica relativamente moderna y eficaz, y de una reforma que, aun cuando se retrasó más de lo debido, ha sido consecuente con unos principios claros y se ha puesto en práctica ordenadamente.

Disponemos en España de un sistema de contratación superior al de la mayoría de las bolsas europeas, si bien todavía cabe realizar algunas mejoras con vistas a agilizarlo aún más. Así, cabría reforzar más su carácter de mercado de lotes frente al de mercado de picos; reducir el horario para los valores menos líquidos, al objeto de facilitar el cierre de los valores más importantes, que a veces sufren las consecuencias de la concentración de órdenes en los últimos minutos, y flexibilizar las posibilidades de actuación de los miembros del mercado, sin forzar la obligación de operar a través de unas u otras bolsas.

Contamos con sistemas de difusión de información más que suficientes, y en cuanto a la compensación y liquidación, aspecto éste frecuentemente olvidado al comparar el buen funcionamiento de los mercados, puede afirmarse que España se encuentra en una posición relativamente buena frente a mercados considerados, por lo general, más eficientes que el nuestro. A ello debe añadirse la circunstancia según la cual, de completarse en el próximo verano el nuevo sistema de liquidación de valores en anotaciones en cuenta, nos situaríamos, sin ninguna duda, en el grupo de cabeza respecto a esta pieza esencial en el funcionamiento eficiente y sin riesgos de un mercado de valores.

Dos últimos aspectos quedan por mencionar. A la hora de completar el marco legal, convendría que nuestras autoridades aceptaran la conveniencia de promulgar una regulación flexible, evitando complejidades excesivas e intervencionismos su-

pervisores que no sean estrictamente necesarios; ello favorecería, dicho sea de paso, la internacionalización de nuestro mercado, atrayendo valores extranjeros a la negociación en España. Por otro lado, es muy importante contar con unas normas fiscales que aseguren la máxima neutralidad financiera entre las diferentes modalidades de inversión, al tiempo que nuestros responsables fiscales deben ser plenamente conscientes de que, a partir de 1993, el nuestro va a tener que competir con los restantes sistemas fiscales de los países comunitarios, pues a los ciudadanos europeos se nos ofrecerá la posibilidad de votar con los pies.

En resumen, el mercado bursátil español se encuentra en una excelente posición para mantenerse en los puestos de privilegio en el futuro mercado europeo. Dicho en otras palabras: no debemos temer a la competencia, sólo hemos de prepararnos para afrontarla con éxito.