

LAS BOLSAS ANTE EL MERCADO UNICO DE VALORES. UNA NOTA

Antonio Zoido

En 1996, la introducción de nueva legislación, de acuerdo con la Directiva de Servicios de Inversión y la de Adecuación de Capital, va a significar una nueva oleada de reformas en las Bolsas europeas y, naturalmente, en las españolas.

La entrada en vigor de las Directivas tiene lugar en un marco caracterizado por cambios rápidos y continuos.

Prácticamente, todas las Bolsas europeas están en un proceso de reformas de su regulación, envueltas en cambios estructurales o en importantes cambios tecnológicos. En algunos países, estos cambios tienen lugar como producto de la propia evolución o por voluntad de las Bolsas; en otros, reciben el impulso de los legisladores nacionales.

Los procesos desreguladores de los años ochenta han supuesto la desaparición de derechos monopolísticos, libertad de acceso a la condición de miembros, levantamiento de condiciones económicas fijas en las transacciones y un buen volumen de medidas legislativas que han afectado al carácter autorregulado de un número de Bolsas.

Pero la importancia de este proceso es especialmente visible en los cambios estructurales producidos. En especial en la naturaleza de los miembros de las Bolsas. Actualmente, en la mayoría de las Bolsas, sus miembros incluyen bancos o firmas controladas por bancos. Quizá únicamente hemos visto en un grado incipiente los efectos comerciales, competitivos y sobre la regulación de los mercados, de la actuación, hoy en día, de grandes organizaciones que son miembros de varias Bolsas y que incluso llegan a competir con las propias Bolsas de las que son miembros.

La constancia de que las regulaciones supranacionales van a estar cada vez más presentes en el quehacer diario parece evidente. Naturalmente, las directivas europeas van a ser la referencia obligada más común.

La ruptura de la condición de mercados más o menos protegidos que situaba a las Bolsas en una tarea central de autorregulación a nivel doméstico

ha supuesto que los mercados perciban que su propia subsistencia o posición relativa se encuentra atacada y han decidido emprender fórmulas comerciales para asegurar su posición o su futuro; de ahí el despertar de la competencia institucional entre las Bolsas.

Dos importantes factores de orden técnico y estructural aparecen como prácticamente comunes en este marco europeo. De una parte, las recomendaciones del «grupo de los treinta», o sus versiones locales, han tenido un profundo efecto en casi todos los países. El resultado ha sido claramente positivo y los efectos no solamente han supuesto una reducción del nivel general de los riesgos específicos ligados a la compensación y liquidación, sino que, además, se ha ganado en confianza y atractivo de las Bolsas frente a los inversores. El caso español —en este aspecto, como en otros— es especialmente positivo.

De otra parte, el desarrollo o aparición de los mercados de derivados se ha instalado claramente como una condición básica para completar los mercados de contado y atraer actividad inversora internacional.

En este marco de acontecimientos, la Directiva de Servicios de Inversión acabará de dar forma a los mecanismos de libertad de acceso a la condición de miembro de Bolsa, va a imponer obligaciones universales de información y de transparencia y va a situar a autoridades y Bolsas frente a un desafío de sus condiciones reguladoras.

El aspecto regulador, más que los aspectos funcionales y técnicos referidos a los modos y maneras de contratar en los mercados organizados, va a ser el más crucial en el proceso de homogeneización y acercamiento de las Bolsas dentro del mercado único en servicios financieros que vienen a establecer las directivas europeas.

No hay duda de que Europa está compuesta por muchos estados soberanos, cada uno con sus mercados de valores y de capitales propios. No existe en Europa nada evidente que pudiera empujar a los mercados de acciones europeos en la dirección de

una futura unión, ni tampoco aparecen claras las razones de una integración funcional. Es bien cierto que la Directiva de Servicios de Inversión consolidará la posibilidad del acceso a los distintos mercados europeos de firmas no residentes, pero esos mercados permanecerán siendo distintos mercados al igual que lo continuarán siendo los países en los que estos mercados se sitúan.

Puede haber razones, sin embargo, que operen en un acercamiento de esos mercados, pero el proceso será extraordinariamente gradual.

El efecto principal de la Directiva de Servicios de Inversión va a ser, ineludiblemente, que las Bolsas y sus reguladores se verán obligados a consultar, trabajar, coordinar, unos con otros en sus capacidades legítimas, en especial en el terreno de la supervisión del mercado y de la regulación de sus miembros. El carácter de mercados abiertos a los flujos de capitales y a la información hará imposible que nadie se sustraiga a estos efectos.

Paralelamente, esta ineludible situación convivirá con las tensiones derivadas de que en Europa cada Bolsa es una institución básica en su mercado financiero doméstico y que los mercados y sus miembros compiten de modo cada vez más eficaz por la captación del negocio *cross border*. Que cada Bolsa compite para mantener —o recuperar, en su caso— su posición como el mercado de referencia en las acciones más significativas de cada uno de sus mercados nacionales, es algo bien evidente y que explica algunos de los conflictos y pugna de intereses que, por ejemplo, con respecto a las obligaciones de información o de transparencia se reflejan claramente en los compromisos plasmados en la Directiva de Servicios de Inversión y cuyo desarrollo a nivel de adaptación en las legislaciones nacionales aún está por ver.

Precisamente, el proceso de adaptación de las directivas comunitarias no sólo coincide en el tiempo con los importantes cambios que a todos los niveles están teniendo lugar en las Bolsas, como aquí se ha apuntado, sino que, también, está siendo un acicate adicional para el replanteamiento y la reconsideración de temas absolutamente básicos de las Bolsas y de su papel en los mercados financieros.

Uno de los fenómenos recientes, y que ha ido adquiriendo creciente carta de naturaleza en distintos mercados, es la presencia cada vez más importante de la inversión institucional. Algunos mercados europeos como el de Londres se configuran con más del 70 por 100 de sus transacciones ligadas o referidas a los inversores institucionales. En otros países, si el peso institucional no es tan importante sí tiene la suficiente entidad como para considerar la conveniencia de adaptar o interpretar los mecanismos de contratación, información y regulación de tal manera que sea posible tener acceso a un flujo de órdenes tan importantes.

Este afán competitivo por el flujo de negocio está en el fondo, por ejemplo, de las modificaciones regulatoras recientemente introducidas por las Bolsas de Amsterdam y París en referencia a la condición de miembro, modos de contratación de deuda, y mercado de bloques. Lo que sucede es que, como un complejo rompecabezas, los retoques reguladores dirigidos a facilitar la competencia por el flujo de órdenes entre mercados basados en conceptos distintos en la formación de precios hacen resentirse otras piezas del entramado.

Cuanto más se acercan determinadas actuaciones regulatoras al ámbito querido por los grandes inversores institucionales que operan sobre la base de un mecanismo de inmediatez en el descubrimiento del precio (sistema de *market makers*), más se aproximan dichas normas a romper esquemas de transparencia de las transacciones, lo que es consustancial con la defensa de los intereses de los pequeños inversores y la formación de un precio representativo en un mercado en el que, conceptualmente, también, estos pequeños partícipes son tenidos en cuenta a tales efectos.

(Las diferentes concepciones objeto de debate entre los miembros de la hoy Unión Europea y el compromiso formalmente alcanzado están magníficamente expuestos en el artículo de Antonio Hernández García, en el *Boletín Económico* de ICE, número 2.399.)

En este esfuerzo competitivo para atraer el flujo de participantes con distintas necesidades y características aparece, sin embargo, la sombra de un riesgo importante para el mercado. La posibilidad de fragmentación del mismo hasta aquel punto en el que los mecanismos de formación de precios se debilitan y los conceptos de mantenimiento de un mercado ordenado se difuminan. Es evidente que a medida que más se fragmenta el mercado, más se dificulta el mantenimiento de algunos parámetros como la prelación de órdenes y se puede poner en peligro la existencia de una masa crítica de órdenes suficiente para hacer representativos los precios del mercado.

De modo similar, es también adecuado preguntarse si la fragmentación del mercado, resultado de regulaciones o de tensiones competitivas, no pone también en precario la transparencia esencial del mercado.

El reciente informe de la Securities & Exchange Commission americana, *Markets 2000*, concluye que de la experiencia americana no puede afirmarse que la existencia de distintos mercados ha afectado negativamente a los mecanismos de formación de precios y de liquidez basándose sobre todo en una conocida teoría muy contrastada, también en los mercados derivados, de que la masa crítica de negocio tiende a deslizarse a alguno de los mercados que, si no lo era ya inicialmente, acaba constituyéndose en el mercado principal.

Otro de los temas de orden básico y que también vuelve a suscitarse al amparo de la nueva legislación con motivo de los argumentos sobre la necesidad o no de la presencia física en los mercados, es la discusión sobre las ventajas o inconvenientes de los mercados tradicionales frente a los mercados electrónicos. La cuestión importante quizá no sea, sin embargo, el medio, sino el modo conceptual de enfrentarse a la formación de los precios y el mantenimiento de la liquidez. Es decir, el tema no debería de ser tanto si el mercado funciona o no en una base electrónica como si el sistema es un sistema de concentración de órdenes, de *dealers* o algunas de las últimas experiencias que comentaremos brevemente.

El debate debería de concentrarse más que en el método técnico en el valor regulador de exigir un esquema de centralización de operaciones.

Quizá convenga recordar los conceptos a los que nos estamos refiriendo. En aquellos mercados que tradicionalmente venimos llamando dirigidos por precios, la información puede estar disponible para quienes operen en modo electrónico o no; lo esencial es que en este tipo de operativa, las órdenes se ejecutan contra los precios o cotizaciones ofrecidas en la pantalla o en el teléfono.

De modo muy distinto, los mercados dirigidos por órdenes y, en particular, basados en una programación computerizada, proporcionan información sobre la profundidad del mercado y aseguran la ejecución de las órdenes en función del momento de su llegada al mercado y la optimización de los precios.

Ultimamente, algunos mercados están intentando fórmulas que suponen una estructura híbrida buscando no perder las ventajas que en el terreno de la transparencia y la liquidez parecen evidentes en un mecanismo de centralización de órdenes y, sin embargo, facilitar la distinción, que se considera positiva e imprescindible, de las actividades entre participantes mayoristas y minoristas, entendiendo que el apoyo básico al concepto de centralización de órdenes es un concepto de negocio, un concepto comercial antes que una medida reguladora.

Todo hace prever, sin embargo, que estos mecanismos diversos, los apuntes de fórmulas híbridas y otras experiencias, no van a ser resueltos, ni se pretende, al amparo de la Directiva de Servicios de Inversión, aun cuando, como aquí se intenta poner de manifiesto, todas estas cuestiones se vean exci-

tadas en su discusión con motivo de la implantación de las nuevas legislaciones nacionales.

La función primaria y fundamental de las Bolsas de facilitar el trasvase del ahorro a la inversión productiva es otro de los temas que, en la vertiente referida a las pequeñas y medianas empresas, se ha cruzado también en el camino de la actualidad con estos temas.

Las propuestas sobre un futuro mercado europeo de valores de crecimiento parece que habrá que contemplarlas con lógica cautelada después de las experiencias registradas en los segundos mercados nacionales, en los que la falta de liquidez o de informaciones financieras suficientes o el mal seguimiento bursátil del valor, e incluso en algunos casos se aduce, la falta de incentivos fiscales, han conducido al ostracismo a los segundos mercados. Entre las cautelas de aproximación a esta propuesta hay que mencionar, sin duda, el que el propuesto mercado se apoye en un mecanismo electrónico no puede ser per se garantía de un funcionamiento efectivo y real de un mercado bursátil para pequeñas y medianas empresas o valores de crecimiento. No es este el momento de referirnos a la problemática de estos mercados, pero siendo un tema de extraordinario interés, no es menor, como la experiencia demuestra, la dificultad de su existencia y probablemente requieran de un tratamiento cuya clave aún no está próxima.

Toda esta relación de temas básicos en un mercado cada vez más interrelacionado, debería de apoyar, en consonancia con el análisis académico, mayores grados de integración, concentración y estabilidad. La paradoja, sin embargo, es que los hechos demuestran que, si bien en un marco en el que se facilita la competencia, aumenta el número de mercados y crecen los riesgos de fragmentación. Si todo ello conduce a que por el camino de la diversidad se accede al mejor servicio de los usuarios finales, quizá todo sea un valioso esfuerzo. En el marco europeo, en concreto, las experiencias liberalizadoras parecen mostrar este carácter paradójico de ser utilizadas, y no hay que decir que no sea para bien, en pro del fortalecimiento de los mercados nacionales.

En una situación de este tipo parece mínimamente prudente que los mercados españoles dediquen sus esfuerzos a una tarea bien simple: profundizar en hacer bien lo que tradicionalmente se está haciendo y prestar sus servicios con los menores costes y la mayor eficacia.