

## JOSÉ LUIS MARCAIDA ONAINDÍA

*Presidente de la Sociedad Rectora  
de la Bolsa de Bilbao*

1. La situación actual de los mercados de capitales europeos está pendiente de una orientación clara y nítida; se ha pasado de un primer modelo de interconexión europeo al fallido proyecto de fusión de Londres y Francfort, estando en medio la creación de Euronext, cuyo eje principal es la Bolsa de París.

La fallida OPA hostil de OM sobre la Bolsa de Londres ha supuesto una reflexión sobre la conveniencia o no de los procesos de integración, los cuales, para prosperar, deben conllevar ventajas para los usuarios, tanto técnicas como económicas, huyendo de la formación de grandes corporaciones que no comporten beneficios tangibles para los mercados.

2. Las principales dificultades radican en la existencia de una normativa heterogénea y de culturas financieras distintas. Las vías más adecuadas para la armonización son la homogeneización de las normas de contratación (cuestión en la que ha habido avances sustanciales) y la adecuación de los sistemas de compensación y liquidación a las exigencias de una negociación intraeuropea.

3. La respuesta más adecuada es la de una interconexión bursátil que cumpliera los dos objetivos básicos que demanda el mercado europeo, esto es, la posibilidad de negociar los valores europeos sin barrera alguna y la existencia de bolsas que compitan entre sí en beneficio de la competitividad del sistema, evitando la creación de oligopolios de contratación y el riesgo de la creación de un mercado cautivo.

4. Internet cumple un factor básico en la competencia de los mercados y sirve de *carrier* para la transmisión de difusión de la información, e incluso de la propia negociación bursátil. Ahora bien, el desarrollo de mercados de internet no se puede vislumbrar sin la existencia de las bolsas, cuyas normas facilitan la liquidez de los valores y la formación de precios de forma transparente y segura.

5. Los nuevos mercados de valores han cumplido una función básica, que ha sido la de facilitar medios de capitalización a las empresas tecnológicas e innovadoras. Además, han servido para incorporar a los mercados financieros a inversores especializados en esta clase de empresas.

La perspectiva futura es positiva, puesto que han

logrado consolidarse y cumplen, para compañías con proyectos de futuro y necesidades de financiación, el camino idóneo para captar el capital que demanda las necesidades de inversión de ese determinado segmento de empresas.

6. Las empresas españolas ya tienen una fuerte experiencia en la obtención de financiación a través de los mercados internacionales. Lógicamente este medio de financiación se vería significativamente implementado con la existencia de un gran mercado europeo en el que se eliminasen todas las barreras de negociación. Ahora bien, ese gran mercado europeo no debería suponer la existencia de una o dos macro-bolsas, sino la interconexión ágil, dinámica y competitiva entre las distintas bolsas.

7. Los fondos de inversión obtendrían un mayor dimensionamiento y, por lo tanto, una mayor eficiencia, e incluso una posible rentabilidad superior a la actual, su presencia a nivel global se fortalecería y competirían con los actuales macrofondos americanos, lo que redundaría en beneficio de la propia economía europea.

## ÁNGEL TORRE GONZÁLEZ

*Presidente de la Sociedad Rectora  
de la Bolsa de Valencia*

1. La introducción del euro el 1 de enero de 1999 fue posible, junto a otras razones que trascienden la economía, porque para entonces las naciones europeas ya compartían en buena medida significativos espacios propios económicos y financieros. Así pues, no ya hoy en día, sino desde hace unos años, los países comunitarios presentaban múltiples convergencias (más allá de las oficialmente requeridas) que abrían paso a, y aun exigían, la asunción e incorporación de una moneda común.

A su vez, la implantación del euro ha traído consigo una acentuación de la integración financiera en el escenario europeo (en verdad, al tiempo que consecuencia, la divisa europea, la previsión de su creación a fecha fija, constituía factor espoleador de la interrelación económico-financiera que antes señalamos). Los tipos de interés se determinan merced a un proceso común, los riesgos cambiarios desaparecen en las transacciones transfronterizas, los intermediarios operan con pasaporte comunitario, los capitales se mueven con libertad de unos a otros países...; el reforzamiento del

mercado de capitales paneuropeo se beneficia también, por supuesto, de movimientos en el sector real (particularmente, fusiones y OPA transnacionales entre grandes compañías).

Cierto, evidentemente, que el proceso de construcción del espacio financiero único europeo aún está abierto, y lo seguirá estando en los años que vienen. El Plan de Acción sobre Servicios Financieros de la Comisión Europea pretende ser, y así es reconocido, el instrumento formal cuyo desarrollo y ejecución ha de permitir alcanzar hacia 2005 un mercado europeo integrado de servicios financieros, aunque el Comité de Sabios propone una mayor celeridad.

2. Como en la respuesta a la cuestión anterior, pero quizá ahora desde una perspectiva más directa, cabe decir que los mercados de valores en Europa ofrecen, o funcionan con, un apreciable grado de homogeneización y correlación, aunque aún se tienen que registrar muy significativos avances en la armonización de los diferentes entramados normativos nacionales.

Las diferentes materias armonizables de los mercados que se mencionan (negociación, liquidación etcétera) han llegado, digamos, por la vía de hecho, a presentar algunas características y funcionalidades comunes en los diversos países europeos (sistemas de contratación próximos o aproximables, creación y operatividad de FESCO, tendencia a la desmutualización de las bolsas...).

Desde el lado regulatorio, han sido múltiples las directivas aprobadas que se ocupan, siquiera en alguna forma y medida, de esos aspectos de los mercados de valores: la Directiva de Servicios de Inversión, las de Folletos de Admisión, la de OPA y otras.

Mirando hacia el futuro, un acercamiento mayor se ha de lograr en los principios, normas y prácticas de los mercados. Se debe insistir en la consecución de un Comité de Valores que agilice la implementación de la normativa comunitaria, ha de lograrse un modelo de contratación común más acabado, se tiene que conseguir un más alto grado de homologación entre los diferentes sistemas de liquidación y ha de avanzarse, asimismo, en otras diferentes direcciones conducentes a la mejor armonización de los mercados de valores europeos.

Las dificultades a salvar en esa progresión hacia la armonización financiera comunitaria son múltiples y de diversa naturaleza (diferencias normativas no sólo estrictamente financiera, sino también societaria y fiscal, factores económicos en sentido amplio, polí-

ticos e incluso culturales), pero la fuerza de la corriente europeísta irá imponiéndose con el tiempo, antes o después.

3. De acuerdo con lo que llevamos dicho, la integración financiera en Europa es posible, es deseable y, de hecho, en esa dirección se continúa avanzando. Apuntemos ahora, adicionalmente, que, por descontado, tal y como pretenden las autoridades comunitarias y nacionales y el conjunto de los agentes de los mercados, tal "globalización" de alcance europeo ha de llevarse a cabo de manera que se preserven los principios y condiciones de la libre competencia; entiendo que, en relación con la cuestión que ahora abordamos, esto ha de ser singularmente tenido en cuenta.

Sentado lo anterior, creemos posible y conveniente o necesario, que las bolsas europeas caminen hacia la integración. Otra cosa es cuál deba o vaya a ser, y con qué calendario, el modelo finalmente diseñado y elegido, que, en todo caso, repitamos, debe observar las referencias fundamentales de los mercados competitivos y, añadamos ahora, ha de considerar y respetar necesariamente el papel que, sin duda alguna, a las bolsas regionales toca desempeñar en el nuevo marco bursátil europeo que se persigue.

4. En primer lugar, pudiera ser conveniente recordar que los mercados bursátiles ya dieron un primer y decisivo paso con soporte tecnológico cuando, hace ya más de una década, se diseñaron e implantaron las plataformas electrónicas de contratación. Éstas, en efecto, supusieron para los mercados acceder, entre otras, a unas condiciones de integración, transparencia, liquidez y profundidad que casi cabría calificar, frente a las situaciones precedentes, de revolucionarias.

Internet, fenómeno tecnológico de primera magnitud, se conviene en que ha de proyectar su poderosa influencia sobre los diferentes órdenes de la vida y, desde luego, en el terreno bursátil se espera, ya se está en ello, que las repercusiones sean de gran calado.

Como red universal de comunicaciones que es, internet facilita que los usuarios de los servicios financieros dirijan sus órdenes bursátiles (aunque, obviamente, no sólo órdenes viajarán por internet en el mundo bursátil) hacia los mercados que prefieran y a través de los *brokers* más competitivos, los cuales, por su parte, accederán a tales mercados en función de la articulación que finalmente adopten las plataformas de contratación. El espacio físico-electrónico, sí, deja paso al de carácter más virtual, reforzándose la integración de los mercados y, no se olvide, al tiempo ha de redundar en mayores grados de competencia.

5. Si el buen método siempre exige no contaminar indebidamente el análisis de la globalidad de un fenómeno con aspectos parciales o coyunturales de éste, en el caso de los nuevos mercados esto es particularmente aplicable en el momento presente. En la medida en que este tipo de mercados acogen empresas que operan en las actividades económicas del futuro, han de consolidarse y continuar desarrollándose, por mucho que compañías determinadas, y en ciertas coyunturas, puedan ser expulsadas de estos sectores económicos que, según apuntábamos, pueden estar contribuyendo de manera decisiva en la construcción de los modelos económicos del nuevo siglo y milenio (el NASDAQ, con muchos más años de vida que sus homólogos europeos, sigue facilitando la financiación de empresas situadas en la vanguardia tecnológica y económica).

Otra cosa es que el avance y progresiva generalización de la nueva economía pudiera llevar (en términos de posibilidad en el horizonte temporal que se precisara) a que cada vez pese más en las empresas su dimensión tecnológica y a que, en consecuencia, nuevo mercado, con la clase de valores que hoy se negocian en él, y mercado general tiendan, en cierto modo y medida, a confundirse.

6. No se olvide que los valores más importantes también se pueden negociar en las bolsas de menor tamaño (como es el caso español, por ejemplo, donde, como se sabe, las bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia operan, a través del SIBE, con los mismos valores que la de Madrid), aparte de que esas bolsas pequeñas cuentan con funciones adicionales de interés a desempeñar. Por otro lado, los valores de segunda línea deben ser debidamente considerados y, en su caso, incorporados, en tiempo y forma, a los circuitos integrados de la negociación bursátil europea.

La introducción del euro (con todas las implicaciones que conlleva), además de esa futura creación de un sistema común de contratación bursátil europeo, abre para las empresas españolas posibilidades mayores de recurrir a la financiación en otros mercados.

7. La inversión colectiva tiene un peso más que considerable en los mercados de valores europeos, lo que constituye una razón fundamental, que no la única, para que en la consecución del mercado único europeo de valores se le preste una particular atención.

Mayores dosis de integración, liberalización, competencia y transparencia en estas tan importantes instituciones canalizadoras del ahorro hacia los mercados financieros no puede sino significar mayores

beneficios para los inversores y para los mercados en su conjunto.

En fin, podrían cerrarse estas opiniones y comentarios señalando o recordando que, por lo que a los "deberes" del mercado español se refiere en punto al logro de su adecuada posición en el nuevo contexto bursátil europeo, éstos se vienen haciendo razonablemente bien en el tiempo y en la forma. Así, nuestra plataforma de contratación electrónica (el SIBE) está en proceso de modernización y adaptación a las nuevas circunstancias, al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores le ocurre otro tanto, la Comisión Nacional del Mercado de Valores participa activamente (en particular, a través de FESCO) en las tareas de la armonización, el pasado mes de abril arrancó el nuevo mercado español (en diciembre del pasado año lo hizo LATIBEX), próximamente se modificará la Ley del Mercado de Valores al objeto de dar cabida jurídica a la eventual o previsible desmutualización de las bolsas españolas, las instituciones de inversión colectiva contarán pronto con un nuevo Reglamento...

## EMILIO ONTIVEROS

*Consejero delegado de Analistas  
Financieros Internacionales*

1. La transición a la fase final de la Unión Monetaria ha supuesto un factor de aceleración de la dinámica de integración de todos los mercados, aunque de forma desigual. Más allá de la evidente en los mercados monetarios, han sido los mercados de bonos los que han registrado un mayor grado de integración, paralelo a un significativo aumento en el volumen de emisiones, particularmente por emisores privados. En los de renta variable, el proceso está siendo más discontinuo. En general, puede afirmarse que el conjunto de los mercados de renta variable se encuentran actualmente muy integrados por lo que se refiere a las relaciones entre sus cotizaciones e índices, que tienden cada vez más a someterse a influencias comunes a todos ellos, pero falta mucho por avanzar en lo que se refiere al proceso de órdenes de un mercado desde otro, así como de una compensación y liquidación comunes.

2. La armonización de la regulación de los mercados de valores europeos tiene las dificultades propias de la necesidad de tener en cuenta los puntos de vista e intereses de los diferentes países miembros de la UE en esta materia, teniendo muy presente