

El futuro de los mercados bursátiles europeos

M^a Nieves García Santos (*)

I. INTRODUCCIÓN: EL PANORAMA EUROPEO DEL MERCADO DE VALORES

El panorama bursátil se encuentra atravesando una etapa de reestructuración desde hace unos años, pero desde 1998 los cambios en los mercados europeos se han acelerado, e incluso se han convertido en una fuente de polémica. Así, en la región europea han tenido lugar alianzas y acuerdos entre distintos mercados dentro del mismo país y entre mercados del mismo producto entre diversos países. Como ejemplo de la primera situación, se puede considerar la reestructuración que han llevado a cabo los mercados alemanes o los mercados franceses. Por ejemplo, en el caso francés, en 1998 se integraron la sociedad de bolsas francesa, el mercado de derivados Matif, el mercado monetario Monep y el Nouveau Marché (y también sus cuerpos de liquidación) y en 1999 se creó la sociedad *holding* Paris Bourse, que se encarga de la negociación de valores, y que tiene como subsidiarias a Clearnet, sociedad encargada de compensación de valores y Atos-Euronext que se dedica a desarrollos tecnológicos. En el caso de Alemania, la formación de la sociedad *holding* Deutsche Börse se remonta a 1993. En ella se integran la Bolsa de Francfort, el mercado de futuros, la sociedad de compensación y la sociedad que se dedica a los sistemas informáticos. La Deutsche Börse comenzó a aceptar miembros remotos en 1996. En el año 2000 ha creado la sociedad Clearstream, con clara vocación europea, dedicada a la compensación y liquidación de valores.

Se han producido también alianzas entre mercados de productos derivados (Eurex) o entre los nuevos mercados (mercados diseñados para albergar empresas de tecnología o de nueva economía), como ha sido el caso de Euro.NM. También se han producido alianzas entre mercados de acciones o bolsas, como ha sido el caso de las bolsas nórdicas, que han formado Norex.

Los proyectos más significativos están aún abiertos. Éstos son, por un lado, las posibles alianzas de los mercados mayores europeos, que involucrarían a las bolsas del Reino Unido, Francia y Alemania, y, por otro lado, las alianzas o la fusión de los sistemas de compensación y liquidación de valores.

Los intentos de formar una Bolsa de acciones pan-europea es difícil que prosperen, y su futuro es aún incierto. Han existido numerosas iniciativas para formar una plataforma europea, con distinto alcance cada una (1). Sin embargo, el anuncio, en julio de 1998, de las bolsas de Londres y Francfort de su intención de crear un mercado para las 300 principales empresas abrió la conciencia de que los mercados europeos podían unirse. Ese intento también puso de manifiesto las dificultades de dicha unión, especialmente la importancia de la sensibilidad nacional, aunque los mercados pudieran haber pasado a ser entidades de derecho privado.

En septiembre de ese año se unieron al proyecto las principales bolsas europeas, formando una alianza entre ocho países: Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suiza. El proyecto suponía crear un sistema interconectado de negociación, en el cual la asignación de los derechos económicos se realizaría por el origen de los títulos. A pesar de que no se ha anunciado oficialmente, dicho acuerdo se ha desvanecido.

Quizá como respuesta a la falta de avance en este proyecto, un año y medio después de ese anuncio se conoció un nuevo proyecto, la creación del mercado Euronext. Este mercado nacería como una compañía holandesa (Euronext NV), mediante la fusión de los mercados de París, Amsterdam y Bruselas, que se repartirían la nueva sociedad en una proporción del 60, 32 y 8 por 100 respectivamente. El anuncio se realizó en marzo del año 2000, con el propósito de cerrarse

en el cuarto trimestre de 2000 y de llevar a cabo la integración técnica durante el primer trimestre de 2001. La nueva compañía ha visto la luz el día 22 de septiembre.

El proyecto Euronext es el único vigente en la actualidad. Sin embargo, durante el verano de 2000 se planteó la posibilidad del nacimiento de otro mercado pan-europeo, el mercado iX. La creación de este mercado fue anunciada en mayo de 2000, y en julio se difundió el plan con las líneas principales del proyecto. El nuevo mercado suponía la fusión de la bolsa de Londres y la Deutsche Börse –al 50 por 100 cada una (2)– para la constitución de la nueva sociedad. La nueva empresa tendría su sede en Londres, y gestionaría cinco mercados: dos de nueva constitución, al localizar toda la negociación de las grandes empresas en Londres y toda la negociación de las empresas de nueva tecnología en Francfort, y los otros tres por la permanencia de la Bolsa de Londres y la de Francfort para las empresas que no encajaran en ninguna de esas dos categorías principales, y por la permanencia del mercado británico AIM para PYME. El calendario anunciado establecía la fecha para la aprobación de los proyectos por el accionariado de ambas bolsas constituyentes el 14 de septiembre, para proceder a llevar a cabo la fusión en diciembre y poder empezar a ser operativo en diciembre del año 2001.

Sin embargo, muy pronto, el proyecto se vio perturbado por el lanzamiento de una OPA de la empresa sueca OM sobre la Bolsa de Londres. La primera reacción fue de sorpresa. La Bolsa de Londres había modificado su *status* de empresa mutualista y cotizaba desde julio de este año. Bolsas de otros países también habían pasado el proceso de desmutualización y algunas también cotizaban públicamente. Sin embargo la posibilidad que esto abría a un cambio en el control de la empresa bursátil no se había considerado. Aun cuando las acciones de la Bolsa de Londres habían mostrado una cierta pérdida de valor desde su salida al mercado, la OPA empujó al alza su precio. Una segunda reacción fue el rechazo casi conceptual

a que una Bolsa de elevada y reconocida reputación, como la de Londres, pudiera ser comprada por una empresa cuyo origen era la tecnología, aunque recientemente se había hecho con el control sobre algunas bolsas nórdicas. La tercera reacción fue considerar que el acuerdo establecido con la Deutsche Börse para formar iX infravaloraba la Bolsa de Londres. El resultado ha sido, primero, la ruptura del acuerdo para formar iX y, en segundo lugar, el rechazo de los accionistas de la Bolsa de Londres de la oferta hecha por OM.

El futuro de los mercados bursátiles europeos está por definir. La actividad bursátil es cada vez más dinámica en Europa, con tasas de crecimiento anuales del 30 por 100 en los últimos años. Aunque el tamaño del mercado de renta fija es pequeño, la actividad en este mercado también muestra una fuerte aceleración recientemente. El tamaño de los mercados de valores, y en especial del bursátil, es aún menor que en el caso de Estados Unidos, pero las diferencias se van acortando cada vez más rápidamente (cuadro núm. 1).

Sin embargo la constitución de un mercado financiero integrado europeo aún dista de ser realidad. Los mercados monetarios y los de deuda pública muestran una significativa convergencia en rentabilidad, resultado de la política monetaria única del Banco Central Europeo. En el caso de los mercados de renta variable, también es cierto que la correlación entre los distintos mercados ha aumentado. En Europa, las decisiones de inversión y de emisión se están haciendo gradualmente más transfronterizas, pero la actividad sigue teniendo un sesgo doméstico. La permanencia de numerosas bolsas nacionales, aparte de distintas regulaciones, suponen obstáculos (y costes) para la actividad transfronteriza. La Directiva de Servicios de Inversión de la Unión Europea (Directiva 93/22/CEE) dio carta blanca a la prestación de servicios transfronterizos en cualquier país de la Unión Europea por las empresas de servicios de inversión que hubieran obtenido la autorización para operar en uno de los países. Asimismo, se abrió la posibilidad de que las bolsas de

CUADRO NÚM. 1
MERCADOS FINANCIEROS

PORCENTAJE SOBRE PIB, 1999	ZONA EURO	ESTADOS UNIDOS
Créditos bancarios a empresas	45,2	12,4
Activos de renta fija	98,8	166,2
– emitidos por empresas	7,4	29,0
– emitidos por instituciones financieras	36,4	46,8
– emitidos por sector público	54,9	48,4
Capitalización bursátil	90,2	179,8

Fuente, BANCO CENTRAL EUROPEO, *Boletín mensual*.

valores tuvieran miembros remotos. Algunas bolsas han ampliado sus miembros con la presencia remota de intermediarios de otros países (cuadro A.4), pero no ha sido una facilidad aprovechada con generalidad por todas las bolsas, con la excepción de Alemania, Luxemburgo, Amsterdam y Estocolmo.

El desarrollo de un mercado de valores integrado en Europa necesita una consolidación de las bolsas o de los mercados organizados. La comparación entre el número de mercados existente en Europa y en Estados Unidos resulta ilustrativa: mientras que en Estados Unidos existen nueve bolsas de valores, ocho mercados de productos de derivados y dos depositarios, en Europa las bolsas ascienden a 21 (sin contar ocho del segmento de "nuevos mercados"), los mercados de derivados a 14, y las entidades de servicios de depósito, compensación y liquidación llegan a 24 de ámbito nacional, más las internacionales Euroclear y Cedel. Una relación de los diferentes mercados se ofrece en el cuadro A.1. El número de empresas cotizadas en los países de la zona-euro de la Unión Europea asciende a 4.416 (8.111 en toda la Unión Europea), y la capitalización bursátil asciende a 90 por 100 del PIB, mientras que en Estados Unidos el número de empresas cotizadas es de unas 8.500 y la capitalización representa el 180 por 100 del PIB (ver cuadro A.2). Estas cifras señalan la incongruencia del mosaico de mercados europeos.

Muchos de los mercados europeos han ido estableciendo acuerdos y formando alianzas. El cuadro A.6 recoge los acuerdos y alianzas que se han formado en los últimos dos años. Los acuerdos que parecen estar funcionando de forma efectiva son los referidos a los mercados de derivados, en parte porque las decisiones sobre los productos que se negocian dependen de las propias bolsas y es fácil estandarizarlos. También es destacable la alianza entre las bolsas nórdicas, que ha podido encontrar un terreno más fácil debido a la identidad regional y, en una menor diferencia, en las normas que es preciso armonizar. Como se ha mencionado, el proyecto más difícil es el que involucra a los principales mercados de la Unión Europea.

La unificación de los mercados bursátiles en Europa se enfrenta a varios problemas de gran calado, y por tanto cualquier decisión exige diversos compromisos. Un aspecto crucial se refiere a la normativa sobre valores, que adolece de dos defectos: la excesiva lentitud en el proceso de desarrollo de la normativa comunitaria y las diferencias entre las distintas jurisdicciones a la hora de transponerla o de aplicarla. Para acelerar el proceso de construcción de un mercado de servicios financieros integrado, la Comisión

Europea planteó un Plan de Acción de Servicios Financieros, que se aceptó por los jefes de Estado de los países integrantes en el Consejo Europeo de Lisboa, en marzo de 2000. Adicionalmente, los ministros de economía y finanzas han impulsado la creación de un Comité de Sabios con el fin de que evalúen la situación en la que se encuentra la aplicación de la regulación de los mercados de valores y propongan mecanismos de regulación que sean adecuados para un sector tan dinámico como son los mercados de valores. Este Comité ha publicado un informe preliminar en noviembre de 2000 (ver anexo II.6.).

Un segundo aspecto de gran importancia en la posible unificación de los mercados de valores se refiere al carácter institucional de las bolsas. En algunos casos, las bolsas son entidades de derecho público, pero, aunque sean entidades privadas, las decisiones que pueden tomar muchas veces requieren de la opinión favorable del poder político. Las principales bolsas de cada país se encuentran dentro de las instituciones representativas de sistema financiero, y no es bien recibida la idea de que las bolsas puedan perder su carácter nacional. Esto ha hecho que los acuerdos entre bolsas requieran de un acuerdo político paralelo, que es necesario además para que haya una armonización de la normativa de valores en los países implicados.

La unificación entre las principales bolsas europeas parece pues un proceso que discurrirá lentamente. Sin embargo, la realidad puede ir por delante. Los inversores internacionales, especialmente los grandes fondos de inversión, están invirtiendo en las grandes compañías europeas, incluyendo en su cartera empresas de distintos países. Esta tendencia ya ha conducido a la creación de índices bursátiles pan-europeos (cuadro A.5), cuya evolución es seguida por numerosos inversores (3). La percepción de que existe una demanda insatisfecha de una unificación bursátil a escala europea, que facilite la inversión en un conjunto de empresas de distinta nacionalidad, puede ser un factor de estímulo para la aparición de ATS. Los ATS o ECN (4) son entidades que, constituidas como mercados organizados de valores o como *brokers*, han establecido procedimientos reglados o automáticos de conexión de órdenes de signo diferente, o incluso de su ejecución y cruce. Estas entidades se han desarrollado durante la segunda mitad de los años noventa en Estados Unidos, llegando a capturar un porcentaje no desdeñable de la negociación de los valores cotizados en el NASDAQ y, recientemente, de la Bolsa de Nueva York. En Europa estas entidades son un fenómeno más reciente, aunque ya existen algunas, especialmente en el Reino Unido (dieciséis en-

tidades) o Alemania (seis); además, Francia, Bélgica y Holanda han autorizado una cada uno. Estos sistemas pueden ofrecer distintos servicios, aparte de tener diferentes características cada uno, y una de las posibilidades que puede desarrollarse es que ofrezcan acceso a la negociación de valores que estén cotizando en mercados de diferentes países.

La posibilidad de que si no se forma una Bolsa pan-europea puedan desarrollarse más estas entidades que ofrecen sistemas alternativos de negociación ha planteado la cuestión de si existe una correspondencia entre un mercado eficiente y líquido y la concentración de la negociación en una única localización o Bolsa. Esta polémica ya existe en Estados Unidos, donde la concesión por parte del organismo regulador del *status* de mercado a los ATS se ha criticado por su posible consecuencia en términos de fragmentación del mercado.

En este artículo se ofrecen unas reflexiones sobre los cambios que actualmente se están produciendo en el negocio bursátil, que se entienden mejor si se consideran las bolsas como empresas en lugar de cómo instituciones nacionales. En el apartado III se analizan los retos que las bolsas tienen planteados al enfrentarse a una competencia creciente procedente de distintas entidades. El apartado IV se dedica a la relación que puede existir entre la liquidez y la fragmentación de la negociación, así como al papel de la difusión de la información como factor integrador de los mercados. Los apartados V y VI contienen un análisis de la tendencia de la negociación de valores a concentrarse y de las posibilidades de cooperación o fusión que pueden plantearse las bolsas. En el apartado VII, se analiza la posible influencia de las estructuras de gobierno de las bolsas a la hora de planear su actividad con un enfoque más empresarial. En el último apartado, se especula sobre los factores que contribuirán a definir el espacio bursátil europeo.

II. EL NEGOCIO BURSÁTIL. LA INDUSTRIA DE SERVICIOS FINANCIEROS. LAS DISTINTAS ÁREAS DEL NEGOCIO BURSÁTIL

La primera cuestión que es preciso resolver antes de plantear el futuro europeo de las bolsas de valores es precisamente qué se entiende por este término. Di Noia (1998b) afirma que una Bolsa se puede identificar con un mercado, con una empresa o con un intermediario de valores.

El enfoque más tradicional ha considerado las

bolsas como mercados organizados y centralizados, término que supone una confluencia de las órdenes de compra y venta de valores, y unas normas y procedimientos para llevar a cabo la negociación. En este mismo sentido se pronuncia Domowitz (1998) cuando establece que una Bolsa es un mecanismo de negociación que proporciona facilidades de ejecución de órdenes, interviene en el proceso de formación de precios y proporciona información sobre los mismos.

En Europa, la Directiva de Servicios de Inversión (Directiva 93/22/CEE del Consejo) también identifica las bolsas con los mercados regulados y considera que un "mercado regulado" es un mercado de instrumentos financieros, de funcionamiento regular, que está incluido en una lista determinada por el Estado miembro donde está radicado, cuyas condiciones de funcionamiento y su acceso (así como de admisión a negociación) están también definidos o aprobados por los estados miembros y cumplen condiciones de información y transparencia. Posteriormente, FESCO (5) ha publicado un documento que recoge los estándares que los mercados regulados deberían cumplir con el fin de garantizar su nivel homogéneo de funcionamiento y sus características en todos los países europeos.

El punto de vista que considera a las bolsas como intermediarios de valores se centra en la actividad de negociación realizada por aquéllas. Tanto las bolsas como los intermediarios de valores reciben órdenes de compra y venta, y las intermedian.

Esta identificación de las bolsas con intermediarios de valores también puede verse en el sentido opuesto: los intermediarios de valores pueden proporcionar servicios bursátiles. En la última década han aparecido, especialmente en Estados Unidos, pero recientemente también en Europa, ATS, intermediarios que se han especializado en servicios de negociación y se han constituido en alternativas a las bolsas tradicionales. Su desarrollo ha impulsado un cambio en la regulación de las bolsas en muchos países. El organismo regulador de los mercados de valores norteamericano (Securities Exchange Commission, SEC) define estos nuevos sistemas alternativos de negociación como "lugares de mercado o facilidades para conectar compradores y vendedores de valores o para llevar a cabo, en relación con los valores, las funciones habitualmente realizadas por las bolsas de valores". Estos sistemas pueden registrarse en la SEC como bolsas o como intermediarios de valores, aunque se exige la inscripción como Bolsa si el volumen intermediado es importante. Los requisitos de solvencia y transparencia exigidos a las bolsas son más elevados que los exigidos a los ATS-*brokers*

debido a su influencia en la formación de los precios, a su mayor alcance a los inversores y, en el caso de haber algún problema, a su mayor incidencia sobre el sistema.

El cambio que se ha ido produciendo a lo largo de esta última década ha permitido perfilar la función económica de las bolsas, y así considerarlas empresas. Esta óptica requiere conocer el sector industrial en el que se enmarca su actividad, el producto que ofrecen y su función de producción.

a) El sector industrial

La consideración de las bolsas como empresas requiere, primeramente, la caracterización de la industria en la que se integran. La industria es el marco donde compiten las bolsas. Sin embargo, la globalización económica está modificando las fronteras del negocio financiero y haciéndolas cada vez menos claras. Las entidades que anteriormente se dedicaban al negocio crediticio están ampliando sus actividades a los valores y a los seguros. También se observa una tendencia a buscar la negociabilidad de parte del balance bancario, bien a través de vehículos de titulización, o bien mediante la creación de activos estructurados que empaquetan de forma conjunta créditos y los derivados pertinentes para la cobertura de su riesgo. Por otro lado, el panorama se complica más al observarse que coexisten desarrollos opuestos. Así, por ejemplo, por un lado, existe la tendencia de diseñar productos a la medida que se negocian fuera de mercado (u OTC) y, por otro lado, también aparecen entidades que están desarrollando cámaras de compensación y liquidación para productos OTC, precisamente.

Todo ello está llevando a que en el ámbito del mercado de valores cada vez participen entidades que previamente eran ajenas a este negocio. Como se ha comentado, recientemente han pasado a ofrecerse servicios de negociación de valores por entidades que antes se dedicaban a la intermediación pura o, incluso, eran empresas ajenas al ámbito financiero, como es el caso de las empresas de *software* informático o de los difusores de información.

La principal frontera que ha desaparecido en el negocio financiero, y que tiene consecuencias para la actividad bursátil, es la negociación de valores. La negociación se ha convertido en una actividad abierta, a la vez que el papel de las bolsas se ha hecho menos relacional (Macey y O'Hara, 1999). Las empresas emisoras ya no necesitan estar admitidas a negociación, o ser

negociadas de forma prioritaria en una Bolsa, porque existen otras entidades que les proporcionan los servicios que demandan. Se puede afirmar que la negociación ha pasado de ser un servicio producido por un proveedor especializado (bolsas) a ser una mercancía fácilmente comercializable (*commodity*). Este cambio está provocando también una modificación en la naturaleza de la actividad regulatoria. Así, los reguladores están pasando de vigilar y regular el comportamiento de entidades que eran monopolios en su actividad, a organizar el marco de la competencia y la promoción, en cierto sentido, de la soberanía nacional.

Este panorama señala que, en cuanto empresas, las bolsas compiten en el mercado con nuevas y diferentes entidades. Además, en el ámbito europeo, la Directiva de Servicios de Inversión permite la oferta transfronteriza de servicios a entidades que hayan recibido autorización en un Estado miembro, lo cual supone una apertura a la competencia en el mercado europeo.

b) El producto bursátil

Las bolsas, tradicionalmente, han ofrecido un panel de servicios empaquetados de forma conjunta. La decisión de un emisor de cotizar en una Bolsa determinada suponía aceptar una reglas de difusión de información, de contratación y de seguimiento de la actividad de mercado; acceder a la negociación que sobre sus valores realizaban sus miembros; utilizar los servicios de canalización de órdenes establecidos por las bolsas, así como los servicios de compensación y liquidación, etcétera (de amplitud diferente según cada Bolsa). La combinación de servicios en el producto ofrecido hacía que éste tuviera un carácter único.

Esto suponía que la competencia entre ellas se extendía a lo largo de una variedad de vectores de servicios y de clientes. Como consecuencia, las bolsas no competían entre sí porque ni servían a los mismos clientes ni el producto ofrecido era el mismo. Por otra parte, la clientela podría ser cautiva. La regulación podía dotar a las bolsas del privilegio del monopolio u oligopolio dentro de las fronteras nacionales. La entrada en el negocio bursátil tenía barreras legales, pero también industriales debido a la compleja naturaleza del producto que ofrecían. Así, aun en el caso de abolirse las barreras legales, no era fácil la entrada en el negocio.

Hay un factor adicional en la complejidad del producto, que es el elemento valorativo. Cuando las bolsas funcionan en monopolio u oligopolio bajo un

régimen de autorización administrativa, los servicios que ofrecen llevan implícita la concesión de un certificado de calidad porque, en alguna medida, llevan a cabo tareas regulatorias delegadas. Así, la admisión a cotización en una Bolsa suponía un aval a la fama o reputación de una empresa. También la negociación de los valores se beneficiaba de la garantía de que la Bolsa tenía unas reglas y efectuaba un seguimiento de las operaciones que impedían la manipulación del mercado u otros comportamientos abusivos.

Además del factor reputacional, las bolsas contaban con otro elemento que las dotaba de barreras de entrada en el negocio: la acumulación de participantes lograda en los años de explotación del negocio en régimen de exclusividad les permitía ofrecer un producto valioso, la liquidez.

Todos los servicios que formaban el bien ofrecido por las bolsas han pasado a ofrecerse de forma disgregada por diversas entidades. Aparte de los servicios de calificación de las empresas para su cotización, compensación, liquidación, desarrollo de soportes informáticos y negociación, también la emisión de certificados o avales de reputación pueden ser ofrecidos por otras entidades distintas de las bolsas. La dimensión del vector de servicios que permanece en las bolsas es la negociación de valores (o ejecución de órdenes), y en ella se centra la competencia actual.

Distintos tipos de entidades pueden ofrecer distintos mecanismos de negociación que se adapten a las necesidades y demanda de clientes diferentes. Pero el factor que determinará su éxito y garantizará su posición competitiva es que, junto a los servicios de negociación, haya una oferta de liquidez. Así, toda introducción de mejoras tecnológicas y toda búsqueda de un nicho de mercado ha de realizarse con el objetivo último de ofrecer liquidez.

c) La función de producción

Podemos analizar cuáles son los componentes del producto bursátil y cuáles los demandantes de éste. Como se ha dicho en el apartado anterior, el bien que produce las bolsas puede considerarse un producto compuesto por diversos elementos. La caracterización de las facetas que componen este producto compuesto es diferente según el autor que la haga. Por ejemplo, Padoa-Schioppa (1997) piensa que está formado por: 1) formación de precios; 2) información sobre la contrapartida; 3) garantía de una compensación y liquidación adecuada, y 4) estandarización del

bien negociado. Cybo Ottone (1997) considera como elementos: 1) la admisión a cotización; 2) la negociación, y 3) la liquidación. Di Noia (1998a) excluye la liquidación y considera que las bolsas producen una combinación de servicios de: 1) admisión a negociación, y 2) negociación. Macey y Kanda (1999), sin embargo, plantean que a las empresas que cotizan en el mercado se les ofrecen servicios como son la estandarización de contratos, la posibilidad de negociación, y la reputación.

Di Noia (1998a) deduce cuál es la demanda a la que se enfrentan las bolsas observando de dónde proceden sus ingresos. La principal partida la constituyen los ingresos por admisión a cotización, que son de entrada y un canon anual (32 por 100), seguidos por las tarifas de negociación (27,8 por 100). La tercera fuente de ingresos está constituida por el desarrollo de *software* y tecnología de información (19,5 por 100). Los ingresos por tarifas de difusión de información constituyen un 17,2 por 100, y los procedentes de servicios de liquidación, un 16 por 100.

Los demandantes directos y los usuarios finales pueden ser clasificados de la siguiente forma:

— Demandantes directos son aquellos que pagan por los servicios ofrecidos por las bolsas: emisores, miembros o intermediarios y difusores de información.

— Los usuarios finales son los inversores o los canalizadores de la inversión (intermediarios). También son usuarios finales los emisores que obtienen financiación a través de los mercados de valores. Mientras que éstos canalizan su propia demanda, los inversores finales, una vez que han decidido en qué valores colocar su ahorro (lo que determina la Bolsa a la cual acudir), sólo pueden elegir el intermediario a través del cual realizar su orden. Sin embargo, también podría haber la alternativa de que los inversores decidieran en primer lugar en qué mercado desean colocar su ahorro (basándose en su reputación), lo cual supone comprar de forma conjunta el paquete de servicios ofrecidos por esa Bolsa.

La clasificación de los usuarios finales proporciona una idea de la naturaleza de la competencia a la que se enfrentan las bolsas. Los inversores finales pueden desear acceder directamente a los servicios ofrecidos y, o bien las bolsas permiten su acceso directo, o bien surgirán mercados nuevos que sí lo permitan (ATS). Las bolsas pueden competir con éstos por la imagen de calidad global, que puede provenir de la solvencia y credibilidad de los mecanismos de negociación, de la calidad de sus normas o de la calidad de las em-

presas que están admitidas a cotización. Así, en última instancia, las bolsas compiten por la cotización de los emisores de calidad. Por último, el producto que pueden ofrecer las bolsas de forma genuina, y que es el factor clave para atraer a los emisores y a los inversores, es la liquidez.

Finalmente, hay que señalar que, aunque las bolsas se puedan considerar empresas privadas, el producto que ofrecen tiene externalidades sobre la sociedad y, por tanto, tiene un componente de bien público. Las bolsas contribuyen a la formación eficiente de los precios de los valores, y así, a la asignación de los recursos. Asimismo, unos mercados eficientes repercuten positivamente en la formación de ahorro.

III. COMPETENCIA EN LA ACTIVIDAD BURSÁTIL

La estrategia comercial que muchas bolsas están llevando a cabo pasa por diferenciar cada una de las facetas de su negocio como un producto comercializable independiente. Así, las bolsas ahora pueden mostrar una oferta de productos que incluye: 1) admisión a cotización; 2) negociación; 3) estandarización de contratos y normas de negociación; 4) seguimiento y vigilancia de los mercados; 5) difusión de información; 6) registro de valores; 7) compensación; 8) liquidación de operaciones. De hecho, ciertas bolsas han distribuido cada una de esas actividades en una empresa diferente (6).

En muchos de esos productos, las bolsas se enfrentan a la competencia ejercida por nuevos oferentes o por instituciones que han ampliado su oferta de servicios a productos de origen bursátil. Este nuevo marco de competencia ha sido posible por la desregulación financiera, que ha dejado de considerar ciertas actividades como exclusivas de las bolsas: por ejemplo, se ha empezado a autorizar la provisión de servicios de registro de valores o de compensación o liquidación por parte de instituciones no bursátiles; también se ha autorizado la difusión de información sobre las operaciones bursátiles a empresas de medios de comunicación.

En algunos casos la competencia a las bolsas ha sido ejercida por el propio sector público. Así, puede ser que el organismo regulador ofrezca servicios de seguimiento y vigilancia de los mercados, que establezca los términos de los contratos de la operativa bursátil o incluso que se encargue de la verificación de las sociedades que deseen poner sus valores a disposición del público (admisión a cotización); activi-

dades todas que anteriormente podían haberse confiado a la capacidad autorregulatoria de las bolsas.

Como consecuencia del desglose de los diferentes servicios, es más fácil el acceso al negocio bursátil. Si las bolsas concentran su oferta en los servicios de negociación, las barreras de entrada se reducen enormemente. La actividad bursátil se hace pues más contestable, y ello puede traer un marco de competencia a un sector antes cerrado.

Que exista competencia entre los mecanismos de mercado implica que no haya restricciones legales de entrada en la industria, ni discriminaciones entre distintos participantes que ofrezcan el mismo bien o servicio. También implicaría que no hubiera participantes dominantes. Todos los participantes serían lo suficientemente pequeños como para no poder afectar al precio y tampoco se pondrían de acuerdo entre ellos con ese fin.

La competencia se plantea entre bolsas ya establecidas, entre las bolsas y los nuevos mecanismos de contratación, y entre las bolsas y los intermediarios financieros que muchas veces son miembros de Bolsa. Las bolsas y otros mecanismos de mercado compiten entre sí cuando se plantean alcanzar el mismo objetivo, que es la captación del flujo de órdenes para su ejecución.

Existen varios ejemplos de competencia entre las bolsas europeas en los últimos tiempos. Se pueden mencionar los intentos de algunas bolsas de atraer la negociación de valores admitidos a cotización en otros mercados, como fue el ejemplo de la Bolsa de Londres de establecer el segmento SEAQ internacional para negociar valores de otros mercados europeos. En los mercados de derivados, se ha asistido a diversas batallas entre Liffe y Meff RF, o entre Liffe y Eurex.

La competencia entre las bolsas tradicionales y los nuevos mecanismos electrónicos (ATS) de momento es menos acusada en Europa que en Estados Unidos. De todas formas, también hay ejemplos como Tradepoint con la Bolsa de Londres o el Euro-MTS con los mercados de deuda pública, por poner sólo dos de ellos. Normalmente, los ATS negocian valores que están admitidos a cotización en otros mercados, y entre las facilidades que ofrecen se encuentra la difusión de los precios de la Bolsa principal y de las cotizaciones de otros mercados.

También hay competencia entre las bolsas y los intermediarios, que pueden ser, a su vez, miembros de Bolsa. Los intermediarios pueden internalizar las ór-

denes recibidas y cruzarlas ellos, en lugar de canalizarlas hacia la Bolsa principal de forma que se crucen allí. Esta competencia entre las bolsas y los intermediarios puede estar en conflicto con la estrategia empresarial de las bolsas que pretenda, por ejemplo, su expansión comercial. A los intermediarios les interesará que las bolsas no sean dinámicas y ofrezcan servicios nuevos, ni tampoco que prohíban las operaciones "fuera de Bolsa".

¿Por qué compiten entre sí bolsas, sistemas alternativos e intermediarios? El fin último consiste en atraer un flujo de órdenes porque éste, directa o indirectamente, condiciona sus ingresos. Directamente, porque cuanto mayor sea el flujo de órdenes, mayor será el número de transacciones ejecutadas y mayores serán los ingresos por negociación. Indirectamente, porque cuanto mayor sea el flujo de órdenes mayor valor tendrán otros servicios ofrecidos por las bolsas, como son la venta de datos, las operaciones de compensación y liquidación, la reputación de la admisión a cotización o la obtención del carnet de miembro.

La tecnología, aplicada a la comunicación de la información y al procesamiento de datos, ha sido un factor clave en la apertura de los mercados de negociación bursátil, ya que actualmente se pueden desarrollar mecanismos de contratación a un coste reducido. Domowitz señala la automatización de las bolsas como el factor que abre la posibilidad de ser contestadas por nuevos mecanismos de contratación. La tecnología ha hecho que los costes de entrada, de instalación de un nuevo mercado, sean muy reducidos (Domowitz y Steil, 1999).

Otro factor que ha incentivado la aparición de nuevas entidades de negociación es la existencia de subsidios cruzados entre los distintos tipos de operaciones de las bolsas. Por ejemplo, el hecho de que las operaciones minoristas, o pequeñas, paguen tasas proporcionalmente más elevadas que las operaciones grandes, o realizadas por inversores institucionales, proporciona un nicho de mercado para la entrada de nuevos participantes que ofrezcan servicios de negociación a inversores minoristas a un precio más reducido.

También la mayor atención a las distintas necesidades de los inversores permite la competencia entre mercados mediante el desarrollo de nuevas estructuras. Así, pueden diseñarse mercados que garanticen el anonimato de las partes o un mayor o menor grado de información; mercados continuos o con negociación concentrada en determinados períodos; mercados con mecanismos de estabilización o mer-

cados donde se evalúe positivamente la volatilidad; mercados de órdenes o de precios... La relación de los atributos que pueden hacer a un mercado atractivo para un segmento de inversores puede ser extensa. Siempre puede diseñarse un mercado que atrape un nicho de negocio. Pero la principal fuente de competencia se determina vía precio. Es decir, se desea atraer el mayor volumen de órdenes ofreciendo un mecanismo de contratación (como producto principal) que minimice los costes de ejecución (o de búsqueda de contrapartida). Los costes incluyen tanto los implícitos (que sean básicamente los derivados de liquidez del mercado: deterioro en precio, retraso en la ejecución ...) como los explícitos por comisiones. Sea cual sea la explicación, lo cierto es que las fronteras de los mercados "relevantes" que los inversores pueden elegir se borran (Di Noia, 1998a).

IV. FRAGMENTACIÓN Y CALIDAD DEL MERCADO

La aparición de nuevas entidades ofreciendo productos bursátiles y entrando en competencia con las bolsas tradicionales ha llevado a muchos teóricos y profesionales de las finanzas a llamar la atención respecto a la fragmentación que se puede producir en el mercado, y a la pérdida de calidad que ello conlleva.

No es el desglose de los diferentes servicios que antes constituían un único paquete en múltiples productos ofrecidos por distintas entidades lo que implica una fragmentación del mercado. Cuando se utiliza este término se hace referencia a la oferta del mismo producto por diversos participantes cuando las características del bien ofrecido aconsejarían la oferta en términos de monopolio. Un bien que reúne esta condición es la liquidez, que tanto las bolsas como las nuevas entidades desean ofrecer cuando compiten por la negociación de valores. Las bolsas proporcionan servicios de liquidez: la diferencia entre buscar personalmente la contraparte o llevar una posición a una Bolsa (o a una nueva entidad de mercado) se encuentra en que la confluencia de numerosos participantes facilita el cruce de las operaciones. Y las nuevas entidades de negociación también pretenden ofrecer liquidez.

1. Fragmentación y liquidez

La liquidez es el bien que desean ofrecer las entidades de negociación y es también un bien a proteger, ya que contribuye a la calidad del mercado. La cuestión que se debe tratar de responder es cómo influye

sobre aquélla el hecho de que exista competencia por los servicios de negociación entre las bolsas tradicionales y las nuevas entidades o sistemas alternativos. Parece necesario abundar en esta reflexión, ya que se observan tendencias divergentes en muchos países, y en particular en Europa. Así, por una parte, se demanda la autorización de nuevos competidores, pero a la vez se argumenta a favor de la unificación de las bolsas nacionales en una entidad supranacional europea con el fin de mejorar la liquidez de los valores cuyo accionariado esté distribuido en varios países.

En principio, la liquidez necesita escala. La liquidez se desea porque reduce los costes de búsqueda de contrapartida, de cierre de contrato. Contar con emisiones de volumen elevado y con la participación de numerosos inversores son factores que contribuyen positivamente a dotar de liquidez a los valores. Esto determina que, a su vez, los emisores con necesidades de capital elevadas deseen contratar los servicios de negociación de una Bolsa de gran tamaño, supra-nacional, en la que puedan confluir numerosos participantes. La fragmentación de la oferta de servicios de negociación a través de varios proveedores puede tener consecuencias sobre la calidad del mercado. La menor liquidez resultante en cada uno de los mercados se puede reflejar en un aumento de la volatilidad de las cotizaciones y en mayores diferenciales entre los precios de oferta y demanda.

Pero las empresas emisoras tienen un derecho de propiedad para decidir dónde quieren que se negocien sus valores, y la existencia de nuevas entidades de mercado les permite elegir. Esta competencia también puede tener efectos beneficiosos para la liquidez del mercado si reduce unos costes de transacción elevados nacidos como consecuencia de la posición monopolista de las bolsas u oligopolista de sus miembros. Éstos son la clave de la aparición y desarrollo de las nuevas entidades de negociación. Las bolsas grandes pueden tratar de impedir la competencia bien ejerciendo presiones sobre las autoridades para impedir la autorización de nuevos mercados (políticas de *lobby*), o bien tratando de imponer condiciones que impidan el funcionamiento de los derechos de propiedad de las empresas para decidir dónde cotizar.

Las entidades de mercado (bolsas y ATS) tratan de atraer la cotización de los emisores mediante una oferta especializada o, dentro del mismo segmento, vía el coste que cargan por sus servicios. Los nuevos mercados pueden ofrecer servicios de negociación diferenciados que den respuesta a necesidades de distintos inversores. De esta forma, los mercados pequeños no entrarían a competir con los grandes en

precios, sino en servicios y en tecnología. La competencia vía precios puede impulsar a algunos emisores a desplazarse de mercado, pero siempre existirán emisores que deseen acceder a mercados más grandes y que estén dispuestos a pagar precios más elevados.

Otra razón explicativa de la aparición de nuevas entidades de mercado se debe a la existencia de una asimetría informativa entre el público inversor. Los inversores se podrían dividir en dos grupos: informados y no informados. Los primeros tendrían una ventaja informativa, no debido a la posesión de información privada o privilegiada, sino a su mayor capacidad de búsqueda y análisis de la información pública.

Las nuevas entidades de mercado pueden ser capaces de discriminar entre los dos tipos de inversores y dirigirse a la captación de la demanda de los no informados. Para atraer el flujo de sus órdenes, se les ofrecen los servicios de negociación a un precio más barato, ya que se piensa que negociar con ellos no conlleva el riesgo de asumir una posición desventajosa. Esta discriminación puede juzgarse positiva, ya que impide que los inversores informados se aprovechen de los no informados. Además, no se puede concluir que en el conjunto del mercado se vaya a reducir la liquidez, ya que estas nuevas entidades suelen plantearse una política activa de generación de órdenes. Sin embargo, sí es cierto que el flujo de órdenes que se dirija al mercado central será menor y que en él habrá una mayor presencia de inversores informados. Es decir, que en el mercado principal sí se producirá una reducción de liquidez, lo que se traducirá en mayores precios (7). Esta discriminación entre los dos tipos de inversores en el fondo plantea una alternativa entre la eficiencia agregada y la equidad distributiva.

Nos encontramos ante un dilema. Por un lado, parece que la concentración del mercado en una localización central reduce los costes de búsqueda de contrapartida. Por otro lado, la desconcentración de la negociación y la competencia entre entidades reduce los costes de intermediación. Adicionalmente, aunque la escala sea un factor determinante en la liquidez, hay autores que postulan que una cierta competencia no deteriora el factor escala, con lo no puede afirmarse con rotundidad que la fragmentación de la negociación lleve, de forma inexorable, a un deterioro de la calidad del mercado.

2. Fragmentación e información

Uno de los elementos cruciales que reflejan la calidad del mercado es la formación de precios. La efi-

ciencia del mercado requiere que los precios de los valores que se cotizan en el mercado contengan toda la información relevante, y ésta incluya tanto la información sobre la empresa emisora (situación económico-financiera, planes empresariales, hechos relevantes, características de los valores emitidos, etc.) como sobre la actividad del mercado (sobre las intenciones de negociación y sobre las operaciones efectivamente cruzadas).

La información estimula la negociación y contribuye positivamente a la liquidez del mercado. La relación entre la liquidez y la información es biunívoca; así, si un mercado es líquido, la negociación activa producirá mucha información que, obviamente, se traducirá en menores costes de búsqueda de ésta y, por tanto, en mayor liquidez. Sin embargo, la relación entre la liquidez y la información requiere que ésta cumpla requisitos en cuanto a calidad, suficiencia y distribución. Resulta interesante analizar cuál puede ser el efecto de la fragmentación de la negociación entre diversas nuevas entidades de negociación sobre la información disponible (sobre la actividad de mercado e incluso sobre los emisores). Si la distribución de la negociación entre distintas entidades supone una merma en el contenido informativo de los precios de los valores, sí que se reduciría la calidad del conjunto del mercado de valores.

En principio se puede pensar que son los propios participantes en el mercado los que contribuyen a la liquidez mediante su generación de información y su asimilación. Los emisores influyen en la liquidez al determinar: 1) el número de acciones que ponen a disposición del público, y 2) la calidad y frecuencia de la información que emiten. Por su parte, los inversores y los intermediarios influyen en la liquidez mediante su comportamiento competitivo, que les incentiva a ser eficientes en la búsqueda y en la asimilación rápida de información. Las fuentes de liquidez, por lo tanto, serían exógenas a las bolsas. Pero también los propios mercados (bolsas y otras entidades) contribuyen a la liquidez mediante sus reglas y procedimientos para diseminar la información. La existencia de un mecanismo centralizado de proceso de órdenes ya en sí mismo supone un soporte para la producción de información, reduce los costes de su diseminación, facilita su asimilación y, en definitiva, se traduce en mayor eficiencia de los precios. Macey y Kanda (1999) consideran que la existencia de vínculos electrónicos ejerce la misma función que una localización geográfica centralizada, ya que permite la difusión rápida de la información y facilita la toma de posición frente a ésta.

Precisamente, una buena política informativa (de

contenido y distribución) reduce la asimetría informativa y, por tanto, la distancia entre los inversores informados y los no informados, y por tanto contrarresta una de las razones que se han mencionado que pueden incentivar la aparición de ATS. Sin embargo, hay que añadir un elemento adicional al análisis. Los nuevos mercados ATS pueden ser capaces de competir ofreciendo servicios de negociación a un menor precio porque capturan la información relevante pero no asumen el coste de producirla. Es decir, hay beneficios sombra o beneficios que no se pagan. La mayoría de los nuevos mercados ATS toman como referencia para sus operaciones los precios de los mercados centrales. Este hecho permite la oferta de servicios de negociación a menores precios. Así, la aparición de ATS ofreciendo servicios más baratos puede reflejar el hecho de que estas empresas utilizan (o "se apropian de") la información, tanto sobre los emisores como sobre el mercado, producida y difundida por las bolsas tradicionales. Constituye una situación clara de disfrute gratuito o *free-riding*.

La importancia de la información bursátil y la competencia que las nuevas entidades de negociación representan para las bolsas tradicionales plantea la cuestión de la propiedad de la información y de su regulación.

En realidad, la producción de servicios de información es uno de los servicios por los que los emisores pueden desear "pagar" por cotizar en una Bolsa o mercado organizado. Las bolsas pueden entenderse como organismos que "crean mercados" y cuyo *output* principal es la producción de información, que está contenida en los precios cruzados. En este sentido, las bolsas podrían reclamar derechos de propiedad sobre estos precios. Sin embargo, también puede considerarse que la información es propiedad de sus productores en primera instancia, emisores e inversores. Así, puede dudarse de que los derechos de propiedad de la información sean exclusivos de la Bolsa y no de los participantes cuya actividad ha contribuido a su formación.

Sin embargo, la información contenida en los precios negociados podría considerarse como un bien público. De su correcta formación se obtienen beneficios generalizados en el sistema económico, al facilitar la asignación eficiente del capital, pero no existen incentivos suficientes para que los agentes económicos contribuyan a su formación.

Los participantes en el mercado de valores disfrutan de la eficiencia del mercado, es decir, de que los costes de la negociación sean los menores. Pero

ello no es óbice para que intentaran aprovechar ventajas particulares si pudieran. Los emisores podrían desear proporcionar menor información que a la que están obligados, y los intermediarios podrían desear tener y sacar ventaja de asimetrías informativas. Los propios mercados también pueden tener una postura no neutral respecto a la información. Por un lado, los mercados organizados desean ofrecer una calidad que les permita atraer flujos de órdenes, y dentro de la calidad, se incluye la transparencia informativa. Pero también pueden diseñarse estructuras de mercado que permitan subsidios de liquidez cruzados derivados de la explotación de asimetrías informativas: los mercados pueden desear que sus miembros, o los grandes inversores, disfruten de ventajas informativas porque de esta forma se estimula su participación y aumenta la liquidez (8).

La cuestión que se plantea es si los precios de los valores son propiedad de los mercados principales y, si así fuera, si las bolsas pueden cobrar por ellos o impedir su uso libre. En definitiva, la calidad del conjunto del mercado depende de la formación de los precios y su difusión. La liquidez se garantizaría si todos los inversores tuvieran acceso a la información sobre los mejores precios y pudieran operar frente a ellos en cualquier momento, aunque fuera a través de diferentes sistemas.

Mientras que el dilema escala-competencia puede no derivar en una postura regulatoria clara, la necesidad de garantizar una correcta formación de los precios podría requerir de políticas específicas. El tema de si la diseminación de la información debe ser objeto de la regulación puede resultar controvertido. En algunos países, la transparencia en la información de precios y cotizaciones de mercado es una pieza angular de la regulación de los mercados de valores que contribuye a los objetivos últimos tanto de garantía de la integridad de los mercados como de la protección del inversor. Mediante la política de transparencia, el regulador de valores norteamericano (SEC) persigue el objetivo de tener unos mercados eficientes y líquidos a pesar de que permite la existencia de mecanismos de negociación alternativos a las bolsas tradicionales. Así, se considera que la transparencia mejora la eficiencia informativa y contribuye a unir mercados dispersos sin el coste de tener que establecer vínculos electrónicos para canalización de órdenes entre los distintos centros de contratación. La transparencia impide la fragmentación del mercado a través de la competencia entre las distintas entidades de mercado (9).

Este objetivo requeriría que todas las bolsas, mer-

cados o entidades de negociación respetaran las mismas normas de transparencia informativa. Si coexistieran mercados transparentes con otros que no lo fueran, no habría incentivos para enviar las órdenes a los mercados transparentes, y los inversores que enviaran sus órdenes a los mercados más opacos se beneficiarían de la información publicada en los transparentes. Los inversores que enviaran sus órdenes a los mercados transparentes podrían temer que sus contrapartidas tuvieran más información y ello llevarles a modificar los precios demandados. Por lo tanto, de permitirse que las condiciones de transparencia fueran diferentes entre mercados, la calidad del mercado se vería deteriorada porque: 1) no se proporcionaría una imagen correcta del mercado (se desconocerían las operaciones en los mercados más opacos); 2) no habría certeza de que el precio formado fuera eficiente.

Frente a la política establecida por la SEC se han levantado otras voces que rechazan la necesidad y efectividad de imponer una normativa sobre la transparencia (Lee, 1998). Varios argumentos son los que utilizan para justificar su idea:

1) El nivel de transparencia óptima puede decidirse a través de incentivos privados. Es decir, puede ser innecesaria la regulación porque, aun en el caso de que se hayan podido diseñar diferentes mercados con grados distintos de información, es muy factible que se produzca un arbitraje de información entre mercados (10);

2) Puede haber costes que superen los beneficios derivados de la transparencia (11).

3) Derivado del anterior, pueden producirse efectos económicos indeseados por la imposición de normas de transparencia. Es decir, pueden incentivar que las operaciones se desvíen fuera del mercado o puede desincentivar la toma de posiciones de riesgo (12).

Sin embargo, la existencia de incentivos privados no mina el argumento de la importancia de la transparencia informativa para la eficiencia de los mercados, sino que sirve para determinar un nivel de transparencia. La regulación debería exigir el nivel que garantizara los efectos positivos sobre la eficiencia y liquidez del mercado. Diversos estudios (13) ponen de manifiesto que la imposición de requisitos de transparencia excesivos puede provocar comportamientos estratégicos de los inversores en cuanto a producción y uso de la información, y retraer la liquidez. Sin embargo, resulta necesaria la imposición normativa de un nivel de transparencia determinado cuando, como se ha dicho, los participantes privados pueden no

tener incentivos para producir o distribuir el nivel de información que satisfaga los fines públicos.

V. CONCENTRACIÓN: ECONOMÍAS DE ESCALA Y DE RED

No se puede aceptar con generalidad la conclusión de que la presencia de sistemas de negociación alternativos sea negativa para el mercado. La valoración final de los efectos sobre el conjunto del mercado dependerá de otras características de la estructura de los mercados. Lee (1998) considera que hay tres elementos clave en la estructura de los mercados: canalización del flujo de órdenes (*routing*), ejecución y difusión de información. Estos elementos pueden ser comunes, estar vinculados o ser independientes entre las diversas bolsas o sistemas de negociación. La existencia de vínculos en alguno de esos elementos entre las bolsas y centros de negociación determina la fragmentación o no del mercado en sentido amplio.

Por ejemplo, las cuatro bolsas españolas comparten un único sistema de contratación (SIBE) que garantiza un mercado consolidado, aunque haya fragmentación de bolsas. En el otro extremo, puede darse la situación donde una Bolsa tenga distintos sistemas de contratación para los diferentes valores, resultando en un mercado fragmentado. En resumidas cuentas, para evitar que el mercado de un valor esté fragmentado, alguno de los tres elementos tiene que estar unido o mantener vínculos entre las distintas bolsas o centros. Se evita la fragmentación si el *routing* de órdenes es único, si habiendo varios *routings* de órdenes la negociación es única, o si habiendo varios sistemas de negociación el sistema de información de precios y difusión de datos es único.

El riesgo de que la aparición de nuevos centros de negociación en competencia con las bolsas tradicionales provoque la fragmentación del mercado y la pérdida de calidad de éste es más teórico que real. Incluso en Estados Unidos, donde los nuevos sistemas son muy dinámicos en la captación de órdenes, las bolsas tradicionales de acciones y de derivados aún siguen teniendo una presencia dominante. Es cierto que las bolsas tradicionales están perdiendo negocio a favor de los nuevos participantes, pero la situación actual parece un tránsito hacia la formación de nuevos agentes dominantes, favorecidos por la existencia de economías de escala y de red en el negocio de la contratación de valores. El riesgo de que el mercado quede fragmentado parece un argumento defensivo de los que ven amenazada su primacía para pedir algún tipo de protección regulatoria.

La existencia de economías de escala se debe a que el coste por operación del sistema se reduce según aumenta el número de operaciones efectuadas. Si hay economías de escala, se reducen los incentivos y la capacidad de los nuevos entrantes de competir con las bolsas ya establecidas. La presencia de economías de escala se produce cuando los costes fijos de establecimiento del mercado son elevados, pero los costes variables de producción son reducidos. En este caso, las bolsas que ya están establecidas pueden cargar menores precios por operación que aquellas que aún tengan que amortizar los costes fijos. La implantación de sistemas informáticos para canalización, proceso de órdenes y mecanismos de cruce está cambiando el panorama. Los costes fijos de establecimiento de nuevos mercados se han reducido, de forma que los nuevos entrantes se enfrentan a una menor desventaja.

Sin embargo, las bolsas ya instaladas pueden tener otras ventajas en relación con los costes operativos. En primer lugar, puede que el coste marginal de negociar en una Bolsa tradicional en corros sea más barato que en un sistema electrónico. Pero, en segundo lugar, en el coste de realizar una transacción de mercado de valores hay que considerar otros elementos además del coste operativo. Esos elementos del coste incluyen el descuento en el precio del valor debido a la falta de liquidez del mercado. En este sentido, los mercados ya establecidos que aglutinan un gran número de valores y donde participan muchos intermediarios cuentan con la ventaja de las economías o externalidades de red.

La industria de la negociación de valores bursátiles presenta externalidades de red (14). Hay externalidades de redes positivas cuando el beneficio que obtiene un usuario aumenta cuando aumenta el número de usuarios de ese sistema, o cuando utilizan sistemas que son compatibles. En el caso de las bolsas, cuanto mayor es el número de participantes, más probable es que las órdenes enviadas se ejecuten. El aumento del valor del bien que producen o proporcionan las bolsas fue destacado inicialmente por Economides (1993), que señaló que cuantos más intermediarios participan en el mercado más disminuye la incertidumbre de éste, medida por la varianza de los precios. Según hemos visto, la varianza es un atributo de la liquidez y, por tanto, las economías de red se traducen en ventajas de liquidez.

Estas economías de red, o de escala de demanda, son espaciales, temporales y dinámicas. Es decir, aumenta el valor de la red, en primer lugar, cuantos más participantes tienen acceso a ella desde localizaciones

diferentes; de ahí la importancia de que la red cuente con muchos puntos de acceso, aparte de con muchos participantes. La dimensión temporal viene dada porque el valor de la red se ve positivamente afectado si los participantes acceden al mismo tiempo (envían sus órdenes), y la dimensión dinámica se debe entender en el sentido de que la elección de una red por los participantes hoy es una garantía de su éxito en el futuro. Di Noia (1998b) recoge que las externalidades de red pueden ser directas o cruzadas. Las externalidades de red directas se producen cuando los usuarios de un servicio obtienen beneficios por la presencia de un elevado número de demandantes de ese servicio. Hay externalidades cruzadas cuando los demandantes de un bien o servicio se benefician por el aumento de la demanda de otro bien o servicio.

En el caso de las bolsas o sistemas de negociación se pueden especificar las externalidades de red que existen en la producción de servicios de admisión a cotización y de negociación.

a) Economías de red para la decisión de dónde cotizar

Existen externalidades cruzadas porque los emisores obtienen beneficios según el número de participantes en la negociación. Las empresas emisoras pueden elegir cotizar en aquellas bolsas donde haya mayor participación de intermediarios, ya que ello se traducirá en mayor volumen de negociación, mayor demanda de inversores finales y menores costes de ejecución de órdenes. Todo ello puede reportar a los emisores un beneficio que les compense por el coste de las comisiones de admisión a cotización que quizás en esas bolsas sean superiores. La cotización en una Bolsa que tiene mucho volumen de actividad es un factor de marketing para la empresa que se puede así beneficiar de mayor interés por parte de los inversores. También existen externalidades de red directas en el sentido de que la cotización en una Bolsa donde hay muchas empresas cotizando puede ser un signo positivo de la calidad del mercado. Otra externalidad directa puede ser que la presencia de un mayor número de emisores puede reducir la correlación entre las cotizaciones de las empresas o entre las empresas respecto al conjunto del mercado (beta). Las bolsas pueden competir entre ellas por atraer a las empresas a que coticen, o al menos a que hagan una doble cotización. La forma de competir puede ser o bajando las tarifas por admisión o mejorando aspectos del sistema de negociación (efecto positivo cruzado). También pueden decidir dar de alta en la cotización a empresas que cotizan en otras bolsas sin pedir su consentimiento.

b) Externalidades de red en la negociación

Los intermediarios pueden escoger en qué Bolsa negociar (o de la que ser miembros) en función de los activos que se negocien. Cuantos más activos (o emisores) más atractiva es la participación, ya que permite estrategias de inversión y cobertura más amplias. También es atractivo participar en bolsas con muchos miembros, a pesar de la mayor competencia que ello supone, porque se facilita el cruce de operaciones. Las bolsas compiten por atraer a los intermediarios, por hacerlos miembros, porque aumentan por esa vía las comisiones de negociación y además porque contribuyen a crear liquidez. También puede repercutir positivamente sobre la calidad del mercado ya que, al aumentar los participantes, mejorarán los servicios de seguimiento y disciplina del mercado. Lee (1998) considera también otra externalidad cruzada de red en el caso de los mercados de derivados, que procede de que la compensación y la liquidación de las operaciones a través de una sola cámara de compensación permite reducir las garantías aportadas para cobertura del riesgo.

La presencia de externalidades de red da una ventaja considerable a las bolsas establecidas. A pesar de que, como señalaba Domowitz, la tecnología reduzca los costes de entrada y se facilite por esta vía la competencia, puede que las bolsas establecidas tengan asentada su supremacía de un modo difícil de rebatir. Es posible que los nuevos mercados ofrezcan menores costes, pero un individuo no tomará la decisión de cambiar de mercado aisladamente a menos que haya cambiado ya un número suficiente de participantes como para alcanzar el umbral de red.

Por otra parte, también puede ser que la Bolsa establecida haya tomado decisiones estratégicas que consoliden su posición. Éstas pueden ser desde la existencia de derechos de propiedad sobre la tecnología, de forma que limite o condicione su compatibilidad con otros mercados, hasta la política de precios. Los costes operativos no tienen por qué ser más reducidos para los nuevos entrantes, y las bolsas establecidas ya pueden haber amortizado sus instalaciones, con lo que los precios de las bolsas establecidas pueden ser más competitivos que los de los nuevos mercados que deban aún acometer inversiones de instalación.

Sin embargo, hay un límite al crecimiento de la red, puesto que las bolsas pueden también sufrir una saturación de órdenes. Así, en el momento en que la saturación derive en necesidad de llevar a cabo nuevas inversiones en tecnología y los precios del bien pro-

ducido se eleven, se abriría una brecha para la entrada en el mercado de nuevos oferentes. La formación de cárteles empresariales puede ser una vía que permita acometer inversiones en tecnología y a la vez tener una política de precios competitiva.

VI. COOPERACIÓN, INTEGRACIÓN, FUSIÓN

Diversos factores han llevado a la apertura de la competencia entre las distintas bolsas, y entre éstas y otras entidades. La existencia de costes elevados en distintas fórmulas de negociación, la reducción de costes de negociación y de difusión de información facilitada por la tecnología, la desregulación y la apertura del negocio bursátil a nuevos operadores, la internacionalización de las decisiones de inversión y la competencia de las empresas en un marco global son factores que han contribuido a que se modifique el *statu quo* bursátil en la última década.

En la actualidad, se están desarrollando dos fenómenos financieros que, aunque diferentes, plantean los mismos interrogantes. En Estados Unidos, el regulador de los mercados de valores ha abierto la posibilidad de conceder el *status* de Bolsa a nuevos operadores o ATS. Por otra parte, en Europa el objetivo de crear un mercado financiero único ha llevado a las autoridades comunitarias a aprobar diversas directivas que facilitan la oferta de servicios financieros transfronterizos y proporcionan estándares para la homogeneización de las regulaciones nacionales, lo que facilita que varias bolsas compitan por llegar a ser la Bolsa líder pan-europea. En ambos casos, el resultado es que existen (o pueden existir) algunas bolsas (o entidades que proporcionan servicios de negociación) que compiten por el mismo mercado. En ambas regiones aún se mantiene el predominio de las bolsas tradicionales (o nacionales).

La cuestión que se plantea es si puede existir un mercado de valores en el que varias entidades ofrezcan el mismo producto en competencia. La competición en la actualidad está concentrada en los servicios de negociación; no está definida en los servicios de difusión de información ni en los de admisión a cotización, porque en ambos subyace la asignación de los derechos de propiedad, cuestión que depende de posiciones teóricas y políticas (15).

Lee (1998) considera que los factores que influyen en la decisión de una Bolsa de entrar en competición por un mercado son los siguientes: 1) la posibilidad de obtener beneficios; 2) la existencia de objetivos de negociación diferentes; 3) impedimentos

legales; 4) economías de escala; 5) externalidades de red, y 6) las mejoras en las facilidades de canalización de órdenes (*routing*).

La posibilidad de obtener beneficios por explotación de alguna ineficiencia de las bolsas establecidas o por la oportunidad de desarrollar nuevos servicios destinados a nuevos clientes son factores que animan a la entrada de nuevos operadores. Obviamente, la legislación puede jugar en ambos sentidos: impedir la competencia o abrir el mercado a nuevos participantes. En cambio, la existencia de economías de escala o externalidades de red son factores que desincentivan la competencia. Por último, el desarrollo tecnológico también es un factor que influye en el grado de competencia entre mercados o bolsas de valores. Las mejoras en la canalización de órdenes pueden ser aprovechadas por las bolsas establecidas para incrementar su alcance y así reforzar las externalidades de red. Alternativamente, si las bolsas establecidas se basaran en la negociación con presencia física (corros o sistemas de viva voz), las facilidades electrónicas de canalización de órdenes podrían servir de base al establecimiento de nuevos sistemas de negociación. Los sistemas de canalización de órdenes también favorecen al conjunto de la red del mercado si están diseñados de forma que permitan el envío de órdenes simultáneamente a varios mercados, con la cancelación de las mismas en el momento en que se crucen en un mercado. Un sistema que permita este funcionamiento estimula el uso de todos los mercados o sistemas de negociación establecidos.

Como alternativa a la competencia, las bolsas pueden plantearse vías de cooperación que abarquen desde el establecimiento de vínculos o acuerdos empresariales hasta fusiones. Los acuerdos empresariales o comerciales pueden ser muy diversos tanto en la materia como en la forma legal. Pueden existir acuerdos para desarrollar de forma conjunta un servicio (por ejemplo, un nuevo mercado para empresas en crecimiento), acuerdos de compra de servicios (una Bolsa compra la información a otra, o los servicios de compensación y liquidación), o acuerdos para constituir una sociedad conjunta para desarrollar un producto (por ejemplo, el soporte tecnológico de los mercados o de los procesos de oficina vinculados a la negociación).

Un problema de los acuerdos de cooperación entre bolsas se encuentra en la dificultad de su exigibilidad en caso de que los participantes cambien de opinión ante una modificación de las circunstancias. Hay varias razones para ello, entre las que se puede mencionar el tamaño de la empresa bursátil, el ca-

rácter de institución nacional y la necesidad de cooperación de los miembros de las bolsas. Por ejemplo, aunque los accionistas de dos bolsas hayan acordado su fusión, esta decisión tiene que ser aceptada por sus miembros, que pueden no desear negociar en el nuevo mercado. En este sentido, las bolsas que son propiedad de sus miembros se enfrentarán a una decisión que afectará sus beneficios como accionistas y sus ingresos como intermediarios-miembros que canalizan las órdenes. El predominio del segundo punto de vista muchas veces paraliza decisiones de cooperación o de fusión que permitirían a la institución aprovechar economías de escala o de red.

También influye en el resultado de cualquier tipo de decisión (de cooperación, fusión o integración) el tipo de accionistas que tenga la Bolsa. Las grandes entidades, con mayor grado de internacionalización y de desarrollo tecnológico, son más proclives a decisiones de reestructuración que aquellos miembros-accionistas cuya actividad sea más dependiente de las comisiones de intermediación. Evidentemente, los acuerdos de integración o fusión son más fáciles si la cuota de participación de los accionistas en el capital de la Bolsa es la misma o si son coincidentes los accionistas de dos bolsas con planes de integración. O, por último, si el acuerdo entre las bolsas supone la unificación de dos negocios diferentes, el acuerdo se percibirá como una ampliación de las oportunidades sin ninguna amenaza para el negocio existente.

Cualquier vía de cooperación que pueda establecerse entre varias bolsas ha de suponer mejoras de eficiencia productiva, que pueden provenir de mayor eficacia en la provisión de servicios de negociación o de una reducción de costes. Así pues, puede haber acuerdos entre bolsas que deriven en una ampliación de los participantes, o aumenten la gama de productos negociados, o mejoren la tecnología del sistema de negociación. Por otra parte, la reducción de costes puede proceder de la misma existencia de economías de escala en el establecimiento de los sistemas de negociación, en el desarrollo de productos y en el marketing de éstos. También supone un ahorro de costes a los participantes el hecho de ampliar el horario de negociación abarcando las distintas zonas horarias, ya que permite realizar coberturas de riesgo de forma continuada. En el caso en que las bolsas acuerden compartir la cámara de compensación y liquidación, los participantes también pueden ahorrar costes al poder compensar posiciones. Y si hubiera una cámara que se interpusiera y valorara diariamente las posiciones abiertas (p.e., en mercados de derivados), las garantías necesarias sería menores. También se pueden producir ahorros en los costes de es-

tablecimiento de canales de transmisión de órdenes si las bolsas establecen una conexión entre sí, de forma que no haga falta que los miembros que ya tengan un sistema de canalización de órdenes con una Bolsa establezcan nuevos sistemas con las demás bolsas o tengan que establecer acuerdos con los miembros de estas otras bolsas. A su vez, este ahorro en los costes de envío de órdenes puede resultar en una mayor generación de las mismas.

La posibilidad de realizar acuerdos entre las bolsas se apoya en el mayor componente tecnológico de los sistemas de negociación. Ya se ha mencionado que los sistemas de negociación electrónicos suponen una reducción en los costes de entrada en el mercado bursátil, pero también resultarán en menores costes marginales futuros debido a la presencia de economías de red. La medida de la capacidad de una Bolsa de disfrutar de mayores economías de red se encuentra en la compatibilidad de sus sistemas tecnológicos con los de las demás bolsas. La relación esencial entre los componentes de una red son la compatibilidad, la complementariedad y la coordinación.

La presencia de externalidades de red incentiva a las bolsas a buscar la compatibilidad con las demás bolsas. En empresas del tipo de las bolsas, la posibilidad de interconexión formando una red les permite dar entrada a nuevos intermediarios y miembros. Las conexiones entre las bolsas incrementan su dimensión de forma efectiva, las hace más globales. Por tanto, las bolsas han de dejar posturas proteccionistas, de aislamiento del mercado, y fomentar su complementariedad con las demás bolsas. Ahora que las bolsas tienden a implantar sistemas de negociación electrónicos, la conexión de los mercados depende en gran medida de la compatibilidad tecnológica. También influyen de forma significativa las regulaciones de los mercados, o la similitud de la normativa societaria, o la referente a otros campos relacionados con los mercados de valores (16). Las bolsas pueden desear ser compatibles con las demás bolsas porque es una facilidad demandada por sus clientes. Además, porque puede resultar en una demanda derivada procedente de clientes de otros mercados. En el extremo opuesto a la búsqueda de compatibilidad, las bolsas podrían realizar estrategias dirigidas a la inmovilidad de sus clientes (dificultando, por ejemplo, a las empresas que cotizan su migración a otras bolsas, o impidiendo a los miembros la negociación fuera de la Bolsa) o a la lucha por adquirir una posición dominante y absorber los clientes de otras bolsas.

El acceso remoto, según el cual pueden acceder a la negociación de una Bolsa intermediarios miembros

de otra Bolsa, supone una vía de integración parcial. La consecuencia es aumentar la liquidez de los valores al ampliar los potenciales inversores.

Sin embargo, la compatibilidad entre las bolsas puede llevar a una fusión implícita que implica un mayor grado de integración que el acceso remoto. Domowitz (1995) considera una fusión implícita, en el caso de mercados de productos derivados, cuando las bolsas ofrecen acceso común a sus respectivos miembros a un conjunto de productos derivados que son ofrecidos a la vez en ambas bolsas. Este concepto ha sido ampliado por Di Noia (1998a) que considera que una fusión implícita es un acuerdo entre dos bolsas, por el cual todos los valores admitidos a cotización en una Bolsa pasan a ser también admitidos en la otra, y todos los intermediarios que negocian en una Bolsa tienen acceso remoto en la otra, con reciprocidad y sin otros requisitos adicionales.

En una fusión implícita entre dos bolsas se permite la negociación de valores en ambos sistemas de forma simultánea, sin necesidad de que los mecanismos de negociación o las reglas sean idénticos. No obstante, las reglas tenderán a irse homogeneizando y los sistemas informáticos que soportan la negociación requerirán de una interfaz de acceso. Estas modificaciones necesarias para permitir una fusión implícita se conocen con el nombre de "adaptadores". Los costes de establecer estos adaptadores serían compartidos entre las bolsas que decidieran llevar a cabo la fusión implícita.

Una fusión implícita puede buscarse de forma unilateral cuando una Bolsa decide admitir a cotización en su sede a los valores admitidos en otra Bolsa sin haber habido ninguna decisión de ésta o de las empresas emisoras. En este caso, la Bolsa en cuestión soportará todo el coste de los adaptadores.

Las fusiones implícitas pueden ser deseables porque permiten a las bolsas disfrutar de los beneficios de la red, sin tener que sufrir los costes de una fusión efectiva. Con una fusión implícita los valores que cotizan en una Bolsa pueden acceder a un mayor universo de inversiones gracias a la actividad de los miembros de la otra Bolsa. Los miembros o intermediarios, a su vez, disfrutarán de menores costes de transacción y de acceso a la información. Como resultado, la liquidez aumentará y mejorará la formación de los precios.

Sin embargo, las bolsas pueden decidir competir si tienen la oportunidad de ganar y disfrutar de una posición monopolista. Dicha oportunidad puede producirse porque una Bolsa tenga ventajas compara-

tivas en términos de unos costes marginales de producción inferiores a las de la segunda Bolsa o inferiores en relación con los efectos externos de la red también en comparación con la segunda Bolsa. Según Di Noia, cuando las bolsas empiezan a competir sólo una sobrevivirá o prevalecerá si no se logran acuerdos. Si una Bolsa tiene ventajas de coste y el poder de mercado suficiente, no buscará fusiones implícitas, ya que un resultado de monopolio le proporciona mayores beneficios.

A pesar de ello, Di Noia destaca la existencia de situaciones en las cuales una fusión implícita podría aumentar el excedente del consumidor y proporcionar beneficios a la Bolsa fusionada. Éste sería el caso si la Bolsa ganadora en la competición hubiera decidido un nivel de producción de servicios bursátiles que fuera inferior al equilibrio de Pareto de la función de utilidad de los consumidores. También las fusiones implícitas mejoran el beneficio de los consumidores y de las bolsas en el caso de que las externalidades de red lleven a las bolsas a situaciones no eficientes (en las cuales predomina una Bolsa con mayor alcance, aunque con mayores costes marginales). Las fusiones implícitas resultan de igual forma una opción válida si las bolsas tienen ventajas en los costes marginales de ciertos servicios. Este caso podía llevar incluso a la especialización entre las bolsas en la producción de los diferentes servicios.

Para el consumidor, son positivas las fusiones implícitas, puesto que mantienen abierta la posibilidad de competencia de precios, aun en el caso de que una Bolsa prevaleciera como casi monopolio.

VII. LAS BOLSAS COMO SOCIEDADES ANÓNIMAS

Las decisiones de las bolsas sobre sus planes de negocio o sobre su posible reestructuración empresarial dependen, en última instancia, de la voluntad de sus accionistas. En el pasado, los accionistas de las bolsas eran sus propios miembros, que además asumían la responsabilidad directiva. Esta estructura de gobierno mutualista (o cooperativista) podía ser adecuada en una situación en la cual las bolsas tenían el monopolio de la negociación bursátil en un país. Sin embargo, puede ser discutible cuando las bolsas pretenden comportarse como empresas privadas y se enfrentan a la competencia de nuevos participantes en el mercado, e incluso de sus propios miembros, que pueden desarrollar en paralelo a su actividad bursátil otras actividades como la negociación OTC o el desarrollo de sistemas alternativos de negociación.

Se pueden encontrar numerosos ejemplos de planes empresariales que no han podido llevarse a cabo por la oposición de los accionistas-miembros, entre los cuales se encuentran desde decisiones de automatizar las bolsas, sustituyendo los corros por sistemas informáticos, hasta acuerdos con otros mercados.

Pueden existir distintas estructuras de gobierno incluso dentro del ámbito cooperativo, según el peso dado a cada grupo de miembros, el papel y los poderes otorgados al consejo de administración, la influencia de representantes del sector público, el carácter abierto o cerrado de la membrecía, o su búsqueda o no del beneficio, entre otras características. Todas ellas, sin embargo, comparten el carácter principal que les otorga el cooperativismo. En una cooperativa, los accionistas son los propios usuarios o clientes, los miembros o intermediarios que canalizan las órdenes de los inversores en Bolsa.

Esta situación puede ser conflictiva cuando las decisiones se toman con primacía del punto de vista de los miembros y no de los accionistas. Así, en ocasiones, se pueden descartar planes empresariales que supongan una merma de los ingresos de los miembros, aunque redundaran en mayor beneficio para la Bolsa y, por ende, para sus accionistas. Como señalan Hart y Moore (1996), en una cooperativa la toma colectiva de decisiones es ineficiente porque en una votación las opiniones del votante decisivo no son necesariamente aquellas de los miembros en su conjunto. Según estos autores, una estructura de propiedad externa resulta relativamente más eficiente que una estructura cooperativista cuando hay variedad entre los miembros de la Bolsa y cuando la Bolsa se enfrenta a situaciones de competencia. En el primer caso, nos encontraremos ante una situación en la cual los intereses entre los accionistas divergen simplemente porque, como miembros, las decisiones no les afectan de igual forma. En el segundo caso, parece evidente que las bolsas requieren acometer cambios estratégicos y, para ello, obtener un capital que la estructura mutualista les dificulta.

Resulta evidente que la situación actual encaja en la segunda característica señalada por Hart y Moore. También en la actualidad nos encontramos con mayor diversidad de miembros, ya que entre éstos puede haber pequeñas entidades de valores que prestan servicios a una clientela local, y grandes entidades. Y entre éstas, a su vez, existe gran diferencia de intereses entre aquéllas que sólo prestan servicios de mediación de valores (*brokers*) y aquéllas que cuentan con una cartera de clientes amplia y desarrollan un conjunto diverso de actividades, incluso de ámbito internacional.

Las bolsas podrían considerar la posibilidad de admitir nuevos miembros como una forma de romper una inercia en las decisiones empresariales. En este caso, puede producirse un problema de horizonte: los miembros ya establecidos pueden ser reacios a aceptar planes de inversión que reduzcan sus rentas actuales si los beneficios pueden generarse en un horizonte más lejano que su propia existencia como miembro. Se evitaría este problema si la entrada de nuevos miembros no fuera gratuita, sino que su coste reflejara la valoración de la Bolsa.

De todos modos, la estructura cooperativista plantea otros problemas que no se reducen simplemente con la apertura del accionariado, como pueden ser las políticas de fijación de precios por encima de los costes (17) o los problemas de agencia en la relación de los miembros con el gestor, al cual se le demanda la maximización de la renta del accionista mediano y no la maximización del beneficio.

Por otro lado, la apertura de la propiedad a nuevos accionistas que no sean miembros plantea también problemas, al formar dos grupos de accionistas (los miembros y los no miembros) con intereses diferentes. Di Noia (1998b) investiga si hay efectos perversos por la existencia de entidades con doble capacidad respecto a la empresa: es el caso en que puedan existir clientes (miembros) que sean accionistas, aunque no todos los clientes lo sean, y también que haya accionistas no clientes. En una situación así aparecen conflictos de interés en la política de precios, en las decisiones de inversión y en la capacidad de las bolsas de autorregularse. Hay tres factores que considerar en este caso: 1) la curva de demanda de los clientes, que puede ser inelástica al precio o descendente; 2) el peso de los clientes-accionistas sobre el conjunto de los clientes, y 3) el peso de los clientes-accionistas sobre el conjunto del capital.

En ambas situaciones de demanda, la situación monopolista de la empresa es la que produce mejores resultados. Si la demanda es inelástica y los clientes-accionistas tienen un peso en la empresa superior a lo que representan en el conjunto de los clientes, tenderán a fijar el precio al nivel del monopolio. En otro caso, tenderán a fijar un precio incluso inferior al coste marginal, de forma que perjudican al resto de accionistas normales. En el caso de demanda inelástica tampoco se verían afectados los resultados de la empresa por una competencia creciente, a menos que los nuevos participantes fijaran un precio inferior al coste marginal de la empresa establecida. En el caso en que la demanda fuera descendente respecto al precio, la situación sería dife-

rente. Para empezar, nunca se pondrá un precio al nivel de monopolio. Los accionistas minoritarios recibirán menores beneficios si los precios son fijados por los clientes, independientemente de su proporción sobre el capital o sobre el conjunto de clientes. Si su proporción sobre el capital es superior a su peso en el conjunto de clientes, la empresa fijaría los precios en un nivel superior al coste marginal, pero si la proporción de los clientes-accionistas en el capital fuera similar a su proporción en el conjunto de clientes, la empresa monopolista fijaría su precio de forma eficiente, igualándolo al coste marginal. En el tercer caso, con una proporción sobre el capital inferior a la proporción sobre los clientes, el precio tenderá a cero. De su análisis, Di Noia obtiene conclusiones sobre la posible decisión de las empresas bursátiles que tienen accionistas-clientes de salir a cotizar públicamente en Bolsa, ya que los accionistas normales obtienen distinto grado de beneficio según sea el peso y la política de los accionistas-clientes y, por tanto, el valor de la empresa o cotización de las acciones puede no reflejar la política de precios de la empresa bursátil. Según esta autora, lo conveniente sería o una colocación de las bolsas del total de su capital entre inversores no clientes, o la apertura del accionariado a intermediarios, permitiéndoles participar en el capital en la misma proporción que su volumen de negociación.

Otra preocupación adicional que se plantea por la desmutualización, o más aún por la apertura al público en general de la propiedad de las bolsas, se refiere a su capacidad de autorregulación. En una situación en la cual las bolsas sean organizaciones mutualistas no involucradas en la consecución de beneficios, parece que la credibilidad de las mismas es mayor en la realización de tareas regulatorias, como son el análisis de la calidad de la información societaria o el seguimiento de la actividad del mercado para impedir abusos o manipulaciones de precios. El cambio de su estructura, dejando de ser instituciones públicas, o dejando incluso de tener un régimen cooperativista, puede minorar su capacidad para seguir desarrollando estas actividades con la misma efectividad. Parece que una institución que no busque el beneficio disfruta de una mayor credibilidad de que persigue el interés público y, por tanto, supone un riesgo que el cambio hacia una organización que busque el beneficio pueda socavar la confianza del público (Karmel, 2000). Sin embargo, esto no tiene por qué ser así. En la medida en que una Bolsa ofrezca servicios de calidad, puede poner el énfasis en la capacidad y seriedad en la garantía de la integridad del mercado (en la información y en la negociación).

VIII. ESPECULANDO SOBRE EL FUTURO DE LOS MERCADOS EUROPEOS

El futuro de los mercados europeos está aún por definir. Como señaló en un discurso el actual presidente del Banco Central Europeo, Win Duisenberg, toma tiempo el que las bolsas europeas acepten que tendrán que operar conjuntamente o desaparecer.

Existen diversas fuerzas comunes en todos los países europeos que impulsan hacia una consolidación de los mercados nacionales actualmente existentes. Las familias cada vez colocan mayor parte de su ahorro en valores de renta variable. Dicha tendencia puede ser el reflejo de una mayor cultura financiera, pero también puede ser consecuencia de la demanda de una mayor rentabilidad para garantizar rentas futuras en previsión de una reducción de la cobertura del Estado del bienestar. Los intermediarios, en competencia por ganar cuota en el mercado europeo de servicios financieros, cada vez ofrecen mayor gama de valores extranjeros a los ahorradores nacionales. Por último, las empresas también están buscando una dimensión europea, y ello les está llevando a captar grandes volúmenes de capital mediante la colocación de valores simultáneamente entre diversos países europeos.

Los flujos transfronterizos de capital son libres entre los países de la Unión Europea, como también hay libertad de oferta de servicios financieros mediante la obtención del pasaporte europeo (18). Sin embargo, aún existen trabas que dificultan una operativa fluida. Es evidente que la concentración de la negociación de valores, al menos de los principales emisores, en una misma localización, mercado o Bolsa, facilitaría la inversión internacional existente en la actualidad y fomentaría un mayor interés por el mercado europeo; es decir, el mercado sería más líquido y más eficiente. Pero en el artículo se ha señalado la posibilidad de lograr una integración de mercados por otras vías. La tecnología permite el acceso remoto y cabe la alternativa de formar fusiones implícitas, soluciones quizá parciales, pero que requieren menor compromiso societario. Es probable que, además de fusiones horizontales explícitas, como Euronext o iX, se vean nuevas integraciones verticales entre empresas de negociación y empresas tecnológicas. También es probable que cobren un mayor protagonismo los ATS en Europa y aumente el papel de los difusores de información. Todos estos desarrollos contribuirían positivamente a la integración de los mercados, para la cual no es imprescindible la unificación de la negociación en una única Bolsa pan-europea.

Sin embargo, la concentración de la negociación no es el mayor problema que hay que resolver para crear un mercado integrado. En primer lugar, se encuentra la armonización normativa. Aunque la Unión Europea cuenta con un marco legislativo en las directivas, éstas no garantizan un nivel de homogeneidad suficiente. Muchas directivas son de contenidos mínimos y sólo recogen principios básicos, quedando luego a discrecionalidad de los países su desarrollo. Por otra parte, el cuerpo normativo recogido en las directivas es parcial, no cubre todos los aspectos de los mercados de valores. Por último, el proceso de gestación de las directivas es tan lento que su validez muchas veces se reduce por esa circunstancia. Adicionalmente, la construcción de un mercado europeo se encuentra con la dificultad de que, en el ámbito de los valores, la legislación aplicable en cada país puede ser diversa, extensa y además procedente de diferentes autoridades. Como recoge el informe preliminar del Grupo de Sabios, existen aproximadamente 40 organizaciones regulatorias involucradas, lo que parece excesivo para la eficiencia del sistema. La creación de este Grupo de Sabios precisamente supone una piedra inicial en el diagnóstico de los problemas que dificultan la creación de un mercado y en la propuesta de vías para reorganizar el marco normativo europeo.

Una segunda cuestión trascendente para la integración de los mercados europeos se refiere a los servicios de compensación y liquidación de valores. Este tema no se ha analizado en este artículo porque se desvía de su contenido principal, pero parece necesario señalar su importancia. Los intermediarios de valores señalan que la fuente de ahorro de costes mayor vendría de una integración de la compensación y liquidación, ya que, por ejemplo, un inversor norteamericano que invierta en valores en Europa soporta unos costes de compensación y liquidación que son diez veces superiores a los de una operación en su propio mercado. La simplificación de los procesos y el ahorro de costes de una compensación y liquidación unificada superaría cualquier economía de escala que se pudiera tener por una unificación de la negociación. Diversas iniciativas se están produciendo en este terreno que suponen un avance hacia la unificación, aunque aún no involucran a todos los países de la Unión Europea (19).

Muchos cambios están por producirse en los mercados europeos y se puede anticipar un escenario, durante los próximos años, lleno de anuncios de planes y de iniciativas. La situación dentro de cinco años es probable que sea diferente a la que ahora conocemos. Cada vez más bolsas abrirán su accionariado, dejarán el gobierno mutualista y se comportarán

como empresas privadas persiguiendo el beneficio. Se producirán más procesos de acuerdos y alianzas entre mercados nacionales. Es posible que se desarrollen empresas que proporcionen servicios auxiliares de Bolsa y también puede aumentar la presencia de sistemas alternativos de negociación. Todas estas predicciones pueden lindar con la ciencia ficción, pero lo que constituyen es un reto para todos los participantes en los mercados de valores y para los reguladores europeos.

NOTAS

(*) Este artículo refleja con exclusividad el punto de vista de la autora.

(1) Con nombres curiosos, como Pipe, o posibilistas, como Euroquote, Eurolist y Euroalliance.

(2) La Deutsche Börse no aportaba su participación en Clearstream.

(3) Este seguimiento se pone de manifiesto cuando, dentro de los índices bursátiles de carácter nacional, el comportamiento de los valores incluidos en los índices europeos es mucho más alcista que el resto de valores.

(4) Alternative Trading Systems (sistemas alternativos de negociación) o Electronic Communication Networks (redes de comunicación electrónica).

(5) Forum of European Securities Commissions, la organización informal que aglutina a las comisiones de valores de los países de la Unión Europea.

(6) La Bolsa alemana, Deutsche Börse, tiene tres divisiones dedicadas a la gestión de los mercados (Xetra, corros y el Neuer Markt), a los productos de información (índices y venta de datos) y a servicios empresariales. Además, posee el 50 por 100 de la empresa de custodia, compensación y liquidación Clearstream (otro 50 por 100, Cedel), el 50 por 100 del mercado de derivados Eurex (el otro 50 por 100 SWX, Bolsa suiza) y el 100 por 100 de la empresa de tecnología Deutsche Börse Systems.

(7) Se produce una Ley de Gresham, según la cual se deteriora la calidad del mercado porque los inversores informados desplazan a los no informados, lo cual puede resultar en mayores precios o en diferenciales de compra-venta más amplios.

(8) Por otra parte, esta política también podría verse como un mecanismo defensivo, al impedir o dificultar que los no miembros utilicen la información de los precios que se han cruzado en ese mercado para negociar "fuera de mercado".

(9) Esta postura considera que las señales que el mercado envía sobre los valores podrían ser válidas, a pesar de que la negociación haya sido fragmentada en diferentes mercados, si se articulara un mecanismo centralizado de información de las operaciones realizadas. Sin embargo, el hecho de que los precios que se comuniquen sean los resultantes de las operaciones, o las operaciones que se comuniquen sean netas, reduce el contenido informativo de los precios.

(10) Que sólo podría impedirse por el comportamiento obstructivo de un intermediario que participara en "todos" los mercados.

(11) Sin embargo, esta situación simplemente puede reflejar que el coste conjunto de operar a través de un mercado organizado (in-

cluyendo varios conceptos, aparte de la obligación de transparencia) es demasiado elevado respecto al producto que se ofrece.

(12) Si la pérdida de volumen de operaciones canalizadas por los mercados organizados fuese elevada, continuada y generalizada entre todos los participantes, se podría sospechar que se está produciendo dicha situación. Sin embargo, si el escape del mercado se concentra en grandes inversores, parece que predomina el argumento de búsqueda de rentas por explotación de asimetrías informativas.

(13) Aglutinados en la publicación del Banco Internacional de Pagos de Basilea bajo el nombre de *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*, mayo 1999.

(14) Estas externalidades se presentan claramente en industrias que tienen la forma de red, como pueden ser las telecomunicaciones o la red eléctrica. Según destaca Di Noia (1998a), las bolsas pueden verse como redes de comunicación que tienen establecidas reglas sobre los mensajes que pueden enviarse y cómo esos mensajes se pueden trasladar a órdenes de ejecución.

(15) La contienda también afecta a las entidades oferentes de servicios de compensación y liquidación, aunque en este caso, en el ámbito europeo, las distintas alternativas en discusión suponen acuerdos de colaboración o de fusión entre entidades nacionales y supranacionales como son Euroclear y Cedel.

(16) Esta homogeneización, sin embargo, puede tener costes sociales al reducirse la diversidad de sistemas que podrían cubrir necesidades diferentes de inversores diferentes.

(17) DI NOIA (1998b), sin embargo, demuestra que una empresa monopolista controlada por los clientes es eficiente (el precio iguala el coste marginal), siempre y cuando la proporción del capital poseído por los clientes-accionistas sea igual a su proporción sobre el número total de clientes.

(18) No hay pasaporte europeo para los mercados organizados, pero existe la posibilidad de que éstos tengan miembros remotos.

(19) Los sistemas de compensación y liquidación internacionales Euroclear y Cedel lideran dos proyectos de integración europea a los cuales se van adhiriendo distintos países. Cedel y la Deutsche Clearing formaron Clearstream. Por su parte, Euroclear se ha integrado en el proyecto Euronext y se ha integrado con los depositarios francés, belga y holandés; asimismo, ha establecido vínculos con Clearnet, sociedad francesa de compensación de valores. Además, los depositarios nacionales y Clearstream van realizando conexiones entre sí.

BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, Franklin, y SANTOMERO, Anthony M. (1996), "The theory of financial intermediation", Wharton Financial Institution Center. *Discussion Paper*, nº 32.
- BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS DE BASILEA (1999), *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*, mayo.
- BENDS, Alexandros (1995), *Structure and future of European Financial Markets*, 4th Annual Meeting of the European Financial Management Association, junio, Londres, Conferencia "The Competition for Order Flow", University of Memphis and NASDAQ, 26-27 de octubre, Memphis, 4th annual symposium on theory and practice in the financial markets, Kaohsiung, 16-17 de diciembre, Taiwan.
- BENOS, Alexandros, y CROUHY, Michael (1996), "Changes in the Structure and dynamics of European Securities Markets", *Financial Analysts Journal*, vol. 52, nº 3 mayo-junio, págs. 37-50.
- BUSINESS WEEK (1997), *Faster, cheaper, bigger: revolution in the bourses*, 29 de septiembre.
- COMUNIDAD EUROPEA (1993), Directiva 93/22/CEE del Consejo sobre servicios de inversión.
- CYBO OTTONE, A. (1997), "Strategia e struttura dei mercati organizzati per le contrattazione di valori mobiliari", *Bancaria*, nº 3.
- DI NOIA, Carmine (1998a), *Competition and Integration among Stock Exchange in Europe: Network effects, Implicit mergers and Remote Access*, The Wharton School, 8 de febrero.
- (1998b), *Customer-Controlled Firms: the case of Stock-Exchanges*, 6 de mayo, mimeo.
- DOMOWITZ, Ian (1995), "Electronic derivatives exchanges: implicit mergers, network externalities and standarization", *Quarterly Review of Economics and Finance*, pág. 163.
- (1998) "An exchange is many splendored thing: the classification and regulation of automated trading systems", *Brookings-Wharton, Papers on Financial Services*, págs. 93-123
- DOMOWITZ, Ian, y STEIL, Benn (1999), "Automation, trading costs, and the structure of the securities trading industry", *Brookings-Wharton, Papers on Financial Services*, págs. 33-92.
- ECONOMIDES, Nicholas (1993), "Network economics with application to finance", *Financial Markets. Institutions & Instruments*, vol. 2, número 5, diciembre, págs. 89-97.
- (1996), "The Economics of Networks", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 14, nº 2, marzo.
- EUROMONEY (1999), "Redefining exchanges", diciembre.
- FESCO (1999), *Standards for regulated markets under the ISD*, diciembre.
- FRANKEL, Jeffrey A. (1995), *The integration of secondary equity markets in Europe, and the Barriers posed by separate currencies*.
- GROSSMAN, Sanford J., y HART, Oliver D. (1986), "The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration", *Journal of Political Economy*, vol. 94, nº 4.
- HAGERTY, Kathleen, y McDONALD, Robert (1996), "Brokerage, market fragmentation and securities market regulation", en LO, Andrew W., *The industrial organization and regulation of the securities industry. A National Bureau of Economic Research Conference Report*.
- HART, Oliver, y MOORE, John (1990), "Property rights and nature of the firm", *Journal of Political Economy*, vol. 98, nº 6.
- (1996), "The Governance of exchanges: Members' cooperatives versus outside ownership", *Oxford Review of Economic Policy*, volumen 12, nº 4.
- HONG, Harrison, y RADY, Sven (2000), "Strategic trading and learning about liquidity", *Discussion Paper*, nº 2416, Centre for Economic Policy Research, abril.
- KARMEL, S. (2000), "Demutualization-implications for the regulation and governance of securities exchanges", *IOSCO, 25th Annual Conference*, mayo.
- LEE, Ruben (1998), *What is an exchange?*, Oxford University Press.
- LEVITT, Arthur (2000), *Preserving and strengthening the National Market System for Securities in the United States*, Speech, 8 de mayo.
- MACEY, Jonathan, y KANDA, Hideki (1999), "The Stock Exchange as a firm: The emergence of close substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges", *Cornell Law Review*, vol. 75, págs. 1007-1052.

- MACEY, Jonathan, y O'HARA, Maureen (1999), "Globalization, Exchange Governance and the future of Exchanges", *Brookings-Wharton, Papers on Financial Services*, págs. 1-32.
- MARTIN, Philippe, y REY, Héliène (1999), "Financial Super-markets: Size matters for asset trade". *Discussion Paper*, nº 2232, Center for Economic Policy Research, septiembre.
- MCNISH, Thomas, y WOOD, Robert (1996), "Competition, fragmentation and market quality", en LO, Andrew W., *The industrial organization and regulation of the securities industry, A National Bureau of Economic Research Conference Report*.
- MITTOO, Usha R. (1992), "Additional Evidence on Integration in the Canadian Stock Market", *The Journal of Finance*, vol. XLVII, nº 5, diciembre.
- NAZARETH, Annette L. (1999), *The Consumer and Investor Access to information act of 1999*, 30 de junio.
- OBSTFELD, Maurice (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", *Working Paper*, nº 6559, National Bureau of Economic Research, Inc.
- ONTARIO SECURITIES COMMISSION (2000), *Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization*, mayo.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1997), "La piazza finanziaria italiana: la sfida della privatizzazione", *Bolletino Economico della Banca d'Italia*, nº 2.
- PAGANO, Marco (1998), "The changing Microstructure of European Equity markets", en *The European Security Markets: The Investment Services Directive and beyond*, Guido Ferranini Kluwer Law International.
- SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (2000), *Notice of filing of proposed rule change to rescind exchange rule 390, Commission request for comment on issues relating to market fragmentation*, 23 de febrero.
- THE ECONOMIST (1998), *Capitals of capital*, 9 de mayo.
- UNGER, Laura S. (1999a), *Regulation of US Equity Markets: Implications for innovation, competition & efficiency*, Securities Exchange Commission, 17 de marzo.
- (1999b), *The effect of technology on the Capital Markets*, Securities Exchange Commission.
- WALMSLEY, Julian, y SCOTT-QUINN, Brian (1999), "The likely development of European capital markets under EMU", *The Business School for Financial Markets*, 31 de julio.
- WALTER, Ingo (1998), "Globalization of markets and financial center competition", *Working Paper series s-98-31*, New York University.
- WILTON PARK CONFERENCE (1999), *Regulating Europe's Financial Markets*, noviembre.

**ANEXO I
CUADROS**

**CUADRO A.1
MERCADOS Y SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN EN EUROPA**

PAIS	BOLSAS CONTADO	NUEVOS MERCADOS	DERIVADOS	OTROS MERCADOS	COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN
Alemania	DB Francfort Xetra Regionales Berlín Bremen Duseldorf Hamburgo Hanover Munich Stuttgart	Neuer Markt	Eurex Hanover (comp.) EEX		Clearstream
Francia	Paris Bourse	Nouveau Marché	Monep Matif		Clearnet (comp.) Sicovam (liq.)
Italia	Borsa italiana	Nuovo Mercato	IDEM MIF	MTS	Monte Titoli Fuf.&Opts. Clearing H. Banco de Italia
Reino Unido	Bolsa de Londres Tradepoint Baltic Exchange	AIM TechMark	LIFFE London Metal OM London Intnal. Petroleum Pulpex	EuroMTS	LCH Crest
Holanda	AEX	Nuevo Mercado	AEX-Opts.	EuroMTS	Negicef
Bélgica	Bolsa de Bruselas	Nuevo Mercado EASDAQ	Belfox	EuroMTS	CIK
Grecia	Bolsa de Atenas	Paralelo			CSD
Portugal	Bolsa de Lisboa		BDP	EuroMTS	Interbolsa
Suecia	OM Estocolmo	OTC List O-List	OM Estocolmo		VCP
Austria	Bolsa de Viena	G.F. (*)	OTOB		OeKB
Dinamarca	Bolsa de Copenhague		Futop		VP
Finlandia	Bolsa de Helsinki	I List Nuevo Mercado	Bolsa de Helsinki		FCSD Helsinki Sec.&Deriv. (**)
Irlanda	Bolsa irlandesa	Exploration Mkt. Develop. Cos. Mkt.			Crest
Luxemburgo	Bolsa de Luxemburgo				Clearstream
España	Bolsa de Madrid Bolsa de Barcelona Bolsa de Valencia Bolsa de Bilbao	Nuevo Mercado	MEFF FC&M	D. pública AIAF Latibex	SCLV CADE SCL bolsas

(*) Geregelter Freiverkehr.

(**) Helsinki Securities and Derivatives Exchanges, Clearing House Ltd.

CUADRO A.2

BOLSAS CONTADO	EMPRESAS LISTADAS	TAMAÑO MEDIO EMPRESA (Millones de dólares)	CAPITALIZACIÓN (Millones de dólares)
Bolsa alemana.....	953	1.490	1.420.293
París.....	1.179	1.337	1.576.741
Italia.....	647	1.190	769.888
Londres.....	2.875	981	2.819.615
Amsterdam.....	390	1.720	670.652
Bruselas.....	262	637	166.923
Atenas.....	299	375	112.192
Lisboa.....	147	456	67.085
Estocolmo.....	310	1.362	422.117
Viena.....	109	263	28.640
Copenhague.....	237	473	112.106
Helsinki.....	157	1.918	301.118
Irlanda.....	168	429	72.113
Luxemburgo.....	274	169	46.313
Bolsa de Madrid.....	940	645	606.037
Bolsa de Barcelona.....	553	1.026	567.495
Bolsa de Bilbao.....	310	1.639	508.197
Bolsa de Valencia.....	438	889	389.584
<i>Pro Memoria:</i>			
Suiza.....	414	1.773	733.872
NYSE.....	2.489	4.723.1.187	11.754.333
NASDAQ.....	4.902		5.820.321

Nota: Tipo de cambio a 31/08 (1 dólar = 1,1112).

Fuente: FIBV, y Datos básicos bolsas españolas, 1999. Datos referidos al cierre de agosto de 2000 en dólares americanos, excepto bolsas españolas a 31/12.99.

CUADRO A.3

BOLSAS CONTADO	NEGOCIACIÓN 2000 (*)	NEGOCIACIÓN 1999 (*)	TAMAÑO MEDIO OPERACIÓN 1999 (**)	TAMAÑO MEDIO OPERACIÓN 1998 (**)
Bolsa alemana (1)	193.830	129.289	21.100	28.800
París (1)	87.982	64.173	13.100	13.100
Italia (1)	90.846	44.954	18.500	19.400
Londres (2)	454.024	283.279	199.900	214.500
Amsterdam(1)	55.738	39.261	61.700	67.800
Bruselas (1)	3.649	4.883	17.200	17.900
Atenas (1)	9.512	15.773	7.900	6.700
Lisboa (1)	5.039	3.358	16.400	21.100
Estocolmo (2)	40.999	26.140	37.200	35.800
Viena (1)	841	1.061	23.300	n.d.
Copenhague (2)	8.300	5.317	52.300	59.000
Helsinki(1)	17.495	9.158	33.900	26.900
Irlanda(1)	2.686	3.968	129.400	124.200
Luxemburgo(1)	167	117	27.400	29.600
Bolsa española (1)	38.892	25.481	27.478	24.336
<i>Pro Memoria:</i>				
Suiza	52.597	46.825	74.000	86.500
NYSE	921.463	745.434	52.900	53.900
NASDAQ	1.707.319	872.218	36.000	27.900

Notas: (*) Negociación promedios mensuales en millones de dólares. Año 2000, enero-agosto.

(**) Tamaño medio de operación en dólares. Bolsa española referida al SIBE.

(1) *Trading system view.*

(2) *Regulated environment view.*

Fuente: FIBV, e Informe mensual de Mercados de Valores de la CNMV.

CUADRO A.4

BOLSAS CONTADO	NÚMERO DE MIEMBROS	MIEMBROS REMOTOS
Bolsa alemana	453	156
París	80	n.d.
Italia	115	6
Londres	267	1
Amsterdam	153	78
Bruselas	64	5
Atenas	84	n.d.
Lisboa	56	n.d.
Estocolmo	57	25
Viena	66	12
Copenhague	34	9
Helsinki	28	8
Irlanda	15	3
Luxemburgo	106	41
Bolsa de Madrid	45	
Bolsa de Barcelona	27	
Bolsa de Bilbao	8	
Bolsa de Valencia	14	
<i>Pro Memoria:</i>		
NYSE	444	
NASDAQ	5.611	

Notas: (1) Miembros remotos: se han considerado como tales los que no tienen sede en el país.

(2) n.d.: datos no disponibles.

(3) 1999.

Fuente: Bolsas (listas de miembros) y datos en webs de mercados.

**CUADRO A.5
ÍNDICES PAN-EUROPEOS. COMPOSICIÓN POR PAÍSES**

PAÍS	EUROTOP-300		EUROTOP-100		EUROTOXX-50		DJ-STOXX	
	Número de empresas	Peso (porcentaje)						
Alemania	27	11,3	17	13,2	12	21,0	60	9,7
Austria	1	0,1					3	0,1
Bélgica	10	1,4			1	0,9	12	0,9
Dinamarca.....	6	0,8					11	0,8
España	11	4,2	5	4,7	5	11,0	25	4,4
Finlandia	6	3,4	2	4,3	1	9,5	10	3,8
Francia	40	15,2	18	16,5	17	31,8	80	14,1
Grecia	6	0,5					12	0,7
Holanda.....	18	8,2	8	8,6	8	18,5	43	8,2
Irlanda.....	5	0,7					10	0,8
Italia	26	7,0	10	6,4	6	7,2	55	5,3
Noruega	1	0,1					8	0,3
Portugal.....	3	0,4					10	0,6
Reino Unido	105	34,0	29	33,0			193	37,0
Suecia	25	4,2	3	3,2			31	4,1
Suiza	20	8,6	10	10,0			40	9,2
Total	310	100,0	102	100,0	50	100,0	603	100,0

Fuente: FT y Stoxx (hojas web de internet).

CUADRO A.6
ACUERDOS, ALIANZAS Y FUSIONES ENTRE MERCADOS: 1999-2000

ACUERDOS COMERCIALES Y DE ACCESO MUTUO

<ul style="list-style-type: none"> • Acuerdos bilaterales • Euroglobex • Alianza Globex 	<ul style="list-style-type: none"> • Acuerdos de comercialización • Bolsa de París-Bolsa suiza • ParisBourse, MIF (Bolsa Italiana), Mercado de Derivados de Oporto y MEFF. • Chicago Mercantile Exchange (USA), BM&F (Brasil), ParisBourseBF (Francia), SGX (Singapur), Montreal Exchange (Canadá) y MEFF (España). 	<ul style="list-style-type: none"> • Derivados. Diversos acuerdos. En España, acceso a través de MEFF a la negociación en productos Eurex y Euroglobex. • Facilidades acceso condición de miembro (a solicitud, no generalizado). • Derivados. Acceso a productos negociados en los mercados miembros. • Derivados. Acceso mutuo miembros (generalizado) y compensación cruzada de garantías. Proyecto: armonización normas y prácticas contratación.
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

ALIANZAS

<ul style="list-style-type: none"> • Alianza europea de ocho bolsas • Global Equity Market (GEM) • Bolsas nórdicas (Norex) • Euro-NM • Newex • Eurex • Virtual-x 	<ul style="list-style-type: none"> • Francfort, París, Londres, Bruselas, Amsterdam, Milán, Zurich y Madrid. • Euronext, NYSE, Tokio, Hong Kong, Sydney, México, Sao Paulo y Toronto. • Bolsa OM Estocolmo, Bolsa de Copenhague y Bolsa de Islandia. • Bolsas alemana, francesa, holandesa, belga e italiana. • Bolsa alemana y Bolsa de Viena • Bolsas alemana y suiza. • Bolsa Suiza y Tradepoint. 	<ul style="list-style-type: none"> • Proyecto oficialmente en vigor (desde 1998). Estancado en la actualidad. • Proyecto (junio 2000): libro de órdenes electrónico común para <i>blue chips</i>. Mercado 24 horas. Inicio previsto: otoño 2000. • Plataforma común de negociación. En funcionamiento desde 1998. Probable incorporación de Bolsa de Oslo y bolsas bálticas. • Nuevos mercados. Proyecto: plataforma común de negociación. Situación actual: desarrollo de actividades de promoción y difusión de información comunes. • Mercado para valores de Europa Central y del Este (año 2000). • Mercado de derivados. En funcionamiento desde 1997. • Plataforma de negociación electrónica para <i>blue chips</i> europeos (inicio 1er. trimestre 2001).
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

FUSIONES

<ul style="list-style-type: none"> • Euronext • iX 	<ul style="list-style-type: none"> • Bolsas de París, Amsterdam y Bruselas. • Bolsas de Londres y Francfort. 	<ul style="list-style-type: none"> • <i> Holding</i> domiciliado en Amsterdam. Mercados: principal contado en París, Nuevo Mercado en Bruselas y derivados en Amsterdam. Efectiva desde septiembre 2000. • Anunciada en mayo 2000 y descartada en septiembre 2000.
----------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

ANEXO II RECUADROS

1. El mercado Norex

- Alianza: Estocolmo (grupo OM), Copenhague, Oslo y Reijavik
- Inicio junio 1997-funciona junio 1999.
- Gestión servicios comunes: joint venture Nordic Exchanges
- Objetivo: crear un mercado común
 - sistema electrónico de Estocolmo
 - acciones de Estocolmo y Copenhague (condiciones nacionales)
 - miembros de ambos mercados
 - armonización normas
 - liquidación depositarios centrales de ambos países (conectados)
 - índice propio: Norex-30: empresas nórdicas más líquidas
- Planes:
 - incorporación Islandia, Noruega, Bálticos
 - misma plataforma: derivados y bonos
- Promotor: OM-1998 integra mercados (contado, derivados, liquidación)

2. Euro.NM

- Red de mercados de alto crecimiento:
 - Alemania, Bélgica, Francia, Holanda, Italia,
 - (Suecia, Suiza, Copenhague, Oslo y Helsinki)
- Inicio 1997-1998 (Italia, 1999)
- Administrados por subsidiarias de bolsas nacionales
- Acceso común a información y a negociación
- Cooperación en :
 - armonización normas funcionamiento: admisión, información al mercado, normas sobre miembros, creadores, negociación
 - interconexión de mercados-miembros comunes
 - marketing: información y comercialización (*web*)
- No hay plataforma común de negociación
- Crecimiento en 2000 por empresas Internet

3. EUREX

- Anuncio finales 1996-funcionamiento septiembre 1998
- Fusión de los mercados alemán (DTB y suizo SOFFEX)
- Propiedad 50 por 100-50 por 100
- Plataforma *única* de negociación *electrónica* y liquidación
- Miembros propios: 416 miembros (188 remotos) en 1999
- Primer mercado mundial (superior en tamaño al mercado EE.UU.)
- Desplaza a mercados nacionales de países de la Unión Europea y a Liffe
- Contratación sobre:
 - contratos sobre índices europeos (DAX, SMI, EuroStoxx)
 - contratos sobre bonos a largo plazo

4. El proyecto Euronext

El proyecto supone la creación de tres mercados pan-europeos: un mercado para la cotización de acciones, localizado en París; un mercado para productos derivados, localizado en Amsterdam, y un mercado para empresas en crecimiento, localizado en Bruselas. La sociedad ofrece servicios de negociación, admisión a cotización y difusión de información, y los productos negociados incluirán bonos, acciones, derivados y materias primas (*comodities*).

Las empresas que pasan a cotizar en Euronext ascienden a 1.861, con una capitalización de mercado de 2.691 miles de millones de euros.

Elementos del acuerdo

- Plataforma de negociación común, por órdenes, basada en el sistema francés NSC (que ya se ha instalado en 17 bolsas).
- Contrapartida central y servicios de compensación de Clearnet, SA
- Acceso a los servicios de custodia y liquidación unificados de Euroclear.

Segmentación de mercados

El mercado de acciones tendrá tres segmentos:

- Grandes empresas (con sus índices Euronext 100 y Next 50)
- Valores de alta tecnología (Next Economy)
- Sectores tradicionales (M Prime)

Marco regulatorio

- Empresas permanecen cotizadas en sus respectivos mercados
- Acciones cotizan en una plataforma integrada
- Requisitos para admisión a cotización serán armonizados
- Normas sobre negociación serán únicas

5. El mercado iX

El objetivo era constituir el principal mercado en Europa. Sus empresas supondrían una capitalización de mercado de 4.411 millones de euros, frente a 2.700 millones de Euronext.

Algunos términos del acuerdo

- Reglas comunes de negociación
- Negociación en euros y en libras
- Tecnología Xetra, del mercado alemán
- Compensación y liquidación separada: acuerdos con Crest y Clearstream
- NASDAQ: posible acuerdo para desarrollar mercado de empresas tecnológicas

Marco regulatorio

- Regulación: del país del mercado
- Empresas de otros mercados que migren a iX – validez de admisión a cotización

Cuestiones problemáticas

- Valoración 50 por 100-50 por 100: la Bolsa de Londres valora su tamaño y prestigio y la Deutsche Börse valora sus beneficios (el doble que Londres)
- Tecnología: la adopción del sistema Xetra supone un gasto adicional a los miembros de la Bolsa de Londres. La compensación recogida en el acuerdo (30.000 £ por miembro) es mínima.
- Regulación: la homogeneización puede hacerla más laxa que la actual de la Bolsa de Londres
- Gestión: temor a un control alemán, ya que sus accionistas (bancos) poseen participaciones superiores a los accionistas ingleses y pueden votar en bloque.
- Liquidación y compensación: representan el coste principal de la negociación transfronteriza, y no es parte del acuerdo.

6. El Comité de Sabios

El Comité de Sabios se constituyó por mandato del ECOFIN el 17 de julio del año 2000. En esa reunión, los ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea (UE) vieron la necesidad de que se formara un comité de expertos independientes que pudiera asesorar a la Comisión sobre la forma de abordar la tarea de construir un mercado financiero integrado. Se le pidió que presentara un informe inicial a principios de noviembre de 2000. El informe final se deberá presentar en el primer semestre del año 2001.

El Comité está formado por Alexandre Lamfalussy (Presidente), Cornelius Herkströter, Luis Ángel Rojo, Bengt Rydén, Luigi Spaventa, Norbert Walter y Nigel Wicks.

El Comité tiene el objetivo de buscar soluciones prácticas para poder avanzar en las áreas identificadas como prioritarias por el Plan de Acción para los Servicios Financieros, plan establecido por el ECOFIN para acelerar la construcción del mercado financiero único. En concreto, en el mandato se ha pedido al Comité que:

1. Analice el grado de implantación de la regulación de los mercados de valores en la Unión Europea.
2. Analice cómo el mecanismo de regulación de los mercados de valores en la Unión Europea podría responder mejor a los cambios que se están produciendo en los mercados (por ejemplo, las alianzas entre bolsas o el desarrollo de ATS).
3. Proponga vías de modificación de las prácticas actuales en la regulación para conseguir una mayor convergencia y cooperación en su aplicación.

El Informe Inicial del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores

Su primer informe pasa revista a los desarrollos que se están produciendo en los mercados de valores, realiza un diagnóstico de la situación de la regulación europea y, en sus conclusiones, incluye propuestas para acelerar el cumplimiento del Plan de Acción y para hacer más efectivo el sistema de regulación europeo referente a los mercados de valores.

Las deficiencias que, en su criterio, se observan en la regulación europea se refieren a que el actual marco regulatorio de la Unión Europea es limitado e insuficiente. Se basa en la armonización mínima de normas y el reconocimiento mutuo de competencias entre los estados, pero no hay un marco para la supervisión unificada, la cooperación necesaria para tratar temas de operativa transfronteriza está recogida superficialmente y no están definidos a escala europea los poderes para investigación y sanción.

Además, consideran que el propio marco institucional normativo plantea dificultades en su funcionamiento que se traduce muchas veces en lentitud en la adopción de la legislación, en textos ambiguos (o con un grado de armonización mínima) en las directivas por búsqueda de consenso y retrasos en la transposición de las directivas a legislación nacional. Además, hay temas no tratados y textos obsoletos, y no se cuenta con un mecanismo rápido para poner al día las directivas. Por último, las obligaciones de cooperación y los procedimientos para compartir información no parecen suficientes y, en su opinión, no aseguran un resultado predecible en el cumplimiento de la normativa.

El punto más desarrollado de sus conclusiones se dedica a la reforma del sistema de regulación europeo, para el que se propone un cambio substancial, aunque siempre bajo el respeto a los procesos democráticos, tanto a escala nacional como en el ámbito de la UE, y a la actual estructura de los Tratados de la Unión Europea, al mantenimiento del actual equilibrio institucional en la Unión Europea, y basándose en los principios de proporcionalidad y subsidiariedad. Su propuesta es que la elaboración y aplicación de la regulación comunitaria se escale en cuatro niveles:

- *Nivel 1:* Los principios de regulación pueden ser adoptados al máximo nivel de la Unión Europea, siguiendo sus procedimientos habituales, pero, cuando sea posible utilizando un procedimiento de "vía rápida" que ya existe. Además sugieren la sustitución de las directivas por "regulaciones", que entran en vigor una vez aprobadas por el Consejo y el Parlamento, sin necesidad de que sean transpuestas a normas nacionales.
- *Nivel 2:* La aplicación de los principios del nivel 1 podría realizarse en el ámbito de la UE mediante delegación del Consejo en un Comité de Valores, que estaría integrado por representantes de la Comisión europea y de los estados miembros. Estas normas técnicas formarían parte del derecho comunitario y serían vinculantes para los estados miembros. Este Comité de Valores podría apoyarse, a su vez, en un comité integrado por reguladores.
- *Nivel 3:* La aplicación de las normas comunitarias sería responsabilidad de los estados miembros. El Comité de Sabios considera necesario que en este nivel se refuerce la cooperación entre las autoridades nacionales. Una vía podría ser el establecimiento de protocolos conjuntos que garantizaran una interpretación común de las normas. El Comité de Sabios considera deseable que en cada país haya una única autoridad nacional con competencias suficientes y equivalentes.
- *Nivel 4:* Para reforzar la aplicación de la normativa comunitaria, se propone una acción más vigorosa por parte de la Comisión y una mayor cooperación entre los estados miembros y sus reguladores.

El Comité de Sabios considera que el éxito de su propuesta dependerá de la voluntad política de los estados miembros, el Parlamento y la Comisión. En su opinión, este nuevo marco regulatorio podría empezar a funcionar hacia finales del año 2001. En 2004 se podría hacer ya una evaluación del grado de éxito en el cumplimiento de los objetivos propuestos.