

# El “estado de la cuestión” de los mercados de valores, según sus protagonistas

Departamento de Estudios e Investigación  
en Sistema Financiero de FUNCAS

El análisis de los posibles escenarios de desarrollo futuro de los mercados de capitales no quedaría completo sin la evaluación por sus principales protagonistas, esto es, operadores, reguladores y supervisores de los mercados de valores. Por ello, la redacción de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO ha considerado oportuno recoger las opiniones de un elenco de voces autorizadas, que incluyen representantes del Ministerio de Economía, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de las cuatro bolsas españolas y de algunas empresas de servicios de inversión. La idea principal que transmiten sus opiniones revela un cierto optimismo con respecto al futuro del mercado de valores, si bien todos coinciden en que aún quedan numerosas transformaciones por producirse, tanto a escala nacional como internacional.

Las aportaciones de estos expertos fueron recogidas a lo largo de un cuestionario de siete preguntas en el que se trataban de sintetizar cuestiones de gran calado sobre el futuro de los mercados de capitales. La primera de ellas se refiere a la evaluación del estado actual de los mercados de valores y del proceso de integración, cuestión que se encuentra en el centro del debate actual en la Unión Europea, tras la reciente difusión en el mes de noviembre del informe del llamado Comité de Sabios del ECOFIN. Las principales impresiones al respecto destacan el sustancial impacto que supondrá la moneda única y las nuevas tecnologías. Por su parte, la integración de los mercados de valores europeos se concibe generalmente como un proceso necesario, aunque aún en sus estadios iniciales. Entre las principales dificultades para este proceso, se destaca la heterogeneidad de las regulaciones nacionales. En este sentido, **José Folgado** (Secretario de Estado de Economía) y **Pilar Valiente** (presidenta de la CNMV) señalan cómo el proceso de integración no ha resul-

tado, hasta el momento, demasiado satisfactorio. Sin embargo, ambos encuestados destacan los importantes acuerdos alcanzados en el Consejo Europeo de Lisboa para la articulación del Plan de Acción de los Servicios Financieros, así como el análisis y recomendaciones que se desprenden del informe preliminar del Comité de Sabios anteriormente mencionado. Las principales medidas que se derivan de las opiniones recogidas coinciden en afirmar la importancia de una mayor celeridad y homogeneidad en la implantación de la regulación comunitaria, más allá de las directivas en vigor actualmente.

La segunda de las cuestiones se refiere precisamente a los mecanismos que se consideran necesarios para conseguir una mayor armonización legislativa. Junto a las medidas comentadas, los presidentes de las Bolsas de Madrid (**Antonio Zoido**), y Valencia (**Ángel Torre**) coinciden en afirmar que esta homogeneización debe comprender la diversidad de aspectos que atañen al mercado (negociación, compensación y liquidación). Por su parte, **Joan Hortalá** (presidente de la Bolsa de Barcelona) destaca la ejemplaridad, de cara a una posible integración europea, del sistema español de interconexión bursátil (SIBE), mientras que **José Luis Marcada** (presidente de la Bolsa de Bilbao) subraya la importancia de superar las dificultades derivadas de culturas financieras distintas. Los posibles recelos que surgen a escala nacional para una mayor integración y las dificultades consiguientes de carácter político son igualmente señalados por **Emilio Ontiveros** (consejero delegado de Analistas Financieros Internacionales) y **Juan Carlos Ureta** (presidente de Renta 4).

La posibilidad de una alianza paneuropea, tercera de las preguntas planteadas, resulta, según la mayoría de las opiniones recogidas, bastante improbable

a corto plazo. Sin embargo, se destaca como contrapartida el carácter inevitable de una mayor integración en Europa, aunque ésta no ha de producirse necesariamente en torno a una sola Bolsa de valores. Así lo afirman los presidentes de las cuatro sociedades rectoras de las bolsas españolas. Tanto **Folgado** como **Valiente** destacan la importancia de la tecnología y la estructura de propiedad de cara a una mayor integración, puesto que son numerosas las diferencias en este sentido entre las bolsas europeas. De este modo, **Ontiveros** prevé una mayor integración en términos de negociación, compensación y liquidación que fusiones propiamente dichas entre bolsas.

El papel de internet, y el impacto y evolución de los "nuevos mercados", se recogen en las cuestiones cuarta y quinta de este cuestionario, habida cuenta del protagonismo adquirido por los mismos en los últimos años. En cuanto al papel de internet, la mayor parte de las respuestas coinciden en señalar el potencial de este vehículo tecnológico para acercar los mercados de valores a los inversores minoristas. Por otro lado, **Valiente** destaca la oportunidad para los principales *brokers* de aprovechar este medio para el corretaje electrónico y, al igual que **Folgado**, señala la necesidad de mejorar la supervisión y el control de un medio que traspasa con facilidad las fronteras. En este sentido, a juicio de **Ontiveros**, internet está resultando más útil de momento en Europa como medio para obtener información y transmitir órdenes que para la negociación.

En cuanto a los "nuevos mercados", existe cierta unanimidad en destacar las dificultades relativas a la valoración de los activos que en ellos se negocian. En este sentido, **Zoido** subraya cómo estos problemas son consustanciales a la naturaleza de estos títulos. En la misma dirección, **Hortalá** indica que la corrección reciente de la cotización de estos valores se debe a un proceso de racionalización, tras una cierta sobrevaloración inicial. Esta corrección es interpretada por **Ureta** como una señal de infravaloración tras la "euforia" inicial, mientras que **Folgado** se refiere a la desaparición progresiva del componente de "exuberancia irracional" en la cotización.

Por otro lado, ante la posibilidad de que se establezcan alianzas para los principales títulos, la mayor parte de las impresiones recogidas admiten la posibilidad de establecer un mercado único para determinados títulos (como los denominados *blue chips*) que, sin embargo, resultaría perfectamente compatible con el desarrollo de los mercados domésticos. Así, por ejemplo, **Marcaida** propone un sistema de interconexión ágil entre los mismos, que acelere las conexiones

sin implicar una fusión de facto. En este sentido se manifiestan igualmente **Torre**, destacando la eficiencia del SIBE español. Asimismo, en la visión de **Ontiveros** y **Ureta**, el concurso de las bolsas locales, más que compatible, resulta necesario. En cuanto a las posibilidades de financiación de las empresas españolas en este contexto, las opiniones recogidas al respecto, lejos de augurar problemas, destacan los beneficios potenciales de la expansión de los mercados. **Folgado** destaca las posibilidades que pueden abrirse para las PYME y la necesidad de impulsar el capital riesgo.

Por último, conviene destacar el futuro de uno de los vehículos de inversión cuya contribución a la expansión reciente de los mercados de valores ha sido determinante: los fondos de inversión. La canalización del ahorro a través de los inversores institucionales ha adquirido una relevancia sin precedentes en los últimos años en Europa. En este sentido, las autoridades europeas aspiran a crear un mercado único de fondos de inversión, proyecto que hasta la fecha no ha estado exento de dificultades. Sin embargo, como señala **Folgado**, los esfuerzos recientes en materia de armonización y la creación de nuevos tipos de fondos (como los fondos de fondos y los *master-feeder funds*) puede impulsar en un futuro próximo un mercado de fondos de inversión europeo más abierto y competitivo, con los consiguientes beneficios para el inversor. Para su consecución, resultará necesaria, a juicio de **Valiente**, una mayor cooperación entre las agencias de supervisión para salvaguardar los intereses de los clientes. Desde las sociedades rectoras, se destaca la importancia de la integración para incrementar la competencia en el sector. De este modo, **Zoido** y **Torre** señalan los beneficios potenciales por reducción de costes, mientras que **Hortalá** augura mayores salidas para activos como los *blue chips* a través de los fondos y **Marcaida** prevé una competencia creciente entre fondos europeos y macrofondos americanos.

En definitiva, el futuro de los mercados de capitales se presenta como un acontecimiento apasionante. Entre los escenarios más probables se incide en la posibilidad de desarrollar una mayor integración en el ámbito europeo, lo que implica retos notables desde la óptica normativa y soluciones múltiples desde los puntos de vista operativo y estratégico. Estos son, a nuestro entender, los principales desafíos de los mercados de valores españoles y europeos. En todo caso, el lector dispone en las páginas siguientes del conjunto de opiniones de estas voces autorizadas de nuestro sistema financiero, para extraer sus propias conclusiones sobre el futuro de los mercados de capitales.

## CUESTIONARIO

1. Teniendo en cuenta el intenso proceso de liberalización que han experimentado recientemente los mercados de capitales internacionales, ¿cómo evaluaría la situación actual de los mercados de capitales europeos, y en particular su estado actual de integración?

2. La consolidación de los distintos mercados de capitales en Europa debe afrontar, a su vez, la armonización de la regulación por la que se rigen múltiples aspectos de la actividad en los mercados financieros, incluyendo los sistemas de negociación, compensación y liquidación, la estructura de la supervisión y control, y la propiedad o naturaleza jurídica de las bolsas y otros organismos rectores. ¿Cuáles son las principales dificultades y las posibles vías de solución para la armonización regulatoria de los mercados de capitales europeos?

3. En los últimos años, hemos sido testigos de numerosos proyectos de alianzas y acuerdos de facto entre las distintas bolsas (iX, Euronext) y grupos de compensación y liquidación en Europa, así como de la aparición, al amparo de las nuevas tecnologías, de plataformas alternativas de negociación. ¿Cree posible a medio plazo el establecimiento de una alianza para una Bolsa pan-europea?

4. La tecnología se ha convertido en uno de los elementos clave en el funcionamiento de los mercados de capitales y en su integración. Desde el punto de vista del acceso a los mercados y los canales de distribución, ¿qué papel cree que puede jugar internet en la competencia en los mercados de valores europeos?

5. Uno de los segmentos del mercado sobre los que se ha generado una mayor controversia en cuanto a su valoración actual y desarrollo futuro han sido los valores tecnológicos. ¿Cómo describiría la situación actual y perspectivas futuras de los llamados "nuevos mercados" de valores?

6. ¿Podría producirse una integración bursátil exclusiva para los principales valores europeos manteniendo al margen un conjunto de bolsas secundarias? ¿Cuáles son las posibilidades futuras de financiación de las empresas españolas en los mercados internacionales de capitales?

7. Entre los protagonistas del desarrollo de los mercados de renta fija y variable en España y Europa en los últimos años se encuentran los inversores institucionales, destacando el papel desempeñado por los fondos de inversión. En caso de materializarse, ¿qué implicaciones podría tener el proyecto comunitario de creación de un mercado único europeo de fondos de inversión?

## JOSÉ FOLGADO

Secretario de Estado de Economía,  
de Energía y de la Pequeña y Mediana Empresa

1. Los mercados de capitales europeos están experimentando una transformación que va a permitir su incorporación plena y definitiva al proceso de integración económica europea. Las dos fuerzas básicas impulsoras de los cambios son la integración monetaria y la utilización de nuevas tecnologías en el ámbito de los mercados financieros, que han reducido de forma notable los costes de transacción. Todo los agentes involucrados están adaptando sus estrategias y decisiones al nuevo entorno, colaborando así a la profundización del proceso.

Los mercados e intermediarios se enfrentan a una mayor competencia derivada de la reducción de las barreras a la entrada y de la aparición de nuevos canales de distribución. Los inversores comienzan a aprovechar las oportunidades de optimizar la relación rentabilidad-riesgo de sus carteras mediante el aumento del peso de los activos de otros países europeos y las mejoras en las condiciones de información y precios de los servicios.

Los gobiernos de los estados miembros también participan de forma activa en el proceso desde dos perspectivas distintas. En primer lugar, tratan de reforzar la posición relativa de sus mercados e intermediarios frente a la competencia, eliminando obstáculos de naturaleza regulatoria e institucional. En segundo lugar, son conscientes de los beneficios económicos que la integración de los mercados de capitales euro-