

Introducción

El futuro de los mercados de capitales

Entre las numerosas transformaciones que han afectado recientemente a los principales sistemas financieros, resultan particularmente destacables los acontecimientos observados en los mercados de capitales. La salida a Bolsa de numerosas empresas –entre las que destacan aquellas ligadas a las nuevas tecnologías–, los proyectos de fusión y alianza entre algunas de las más destacadas bolsas, y el impacto de la moneda única sobre la inversión y la estructura de los mercados europeos, son algunos de los hechos más notables del sector financiero en los últimos años. En general, conviene subrayar dos grandes características de los mercados de capitales en los últimos años: el intenso crecimiento registrado y la tendencia progresiva hacia la internacionalización y la integración.

En lo que respecta al crecimiento de los mercados financieros, conviene destacar la contribución de dos factores fundamentales: la intensificación del proceso de liberalización y la institucionalización de la inversión. En primer lugar, la liberalización –en cuanto a eliminación de restricciones operativas y facilitación del acceso y la participación en el mercado– ha dotado de mayor profundidad y competencia a los mercados de valores. En cualquier caso, la relevancia en los flujos financieros de la economía y la dimensión de los mercados de capitales estadounidenses continúan siendo considerablemente superiores a los del conjunto de los mercados de la Eurozona. Por otro lado, una gran parte de este crecimiento se ha canalizado a través de inversores institucionales, entre los cuales destaca la contribución de los fondos de inversión. La inversión colectiva ha generalizado el acceso al mercado de los agentes económicos menos informados, permitiendo la diversificación del ahorro financiero de familias y empresas hacia los mercados de renta variable y fija.

En cuanto a la segunda de las grandes transformaciones –la integración e internacionalización de los mercados de capitales–, el crecimiento de los flujos financieros transfronterizos ha resultado evidente du-

rante los últimos años. Este crecimiento se produce por la confluencia de numerosos factores como la eliminación de gran parte de las restricciones a la inversión entre los diferentes países; la necesidad de ampliar las oportunidades de inversión y financiación ante la saturación relativa de los mercados nacionales; los avances tecnológicos, o la difusión alcanzada por los instrumentos financieros derivados para la cobertura de riesgos.

En los últimos años, estos procesos se han dejado sentir especialmente en Europa, donde la introducción del euro ha propiciado un intenso debate en torno a la evolución probable de los mercados de capitales. En concreto, de cara a una mayor integración, los proyectos y acuerdos de fusión entre las bolsas europeas y la maraña de obstáculos por diferencias de carácter normativo (propiedad de las bolsas, armonización de la legislación) y estructurales (sistemas de organización, de negociación, de compensación y liquidación) se encuentran en el centro de esta discusión.

Gran parte de los analistas coinciden en afirmar que el futuro de los mercados de capitales europeos ha de pasar necesariamente por una mayor integración. En cualquier caso, las dificultades señaladas han propiciado una preocupación creciente por parte de las autoridades europeas por estas cuestiones. Buena prueba de ello ha sido el informe (de carácter preliminar, hasta la fecha) sobre regulación de los mercados europeos de capitales difundido recientemente por el llamado Comité de Sabios, creado a instancias del ECOFIN. Los objetivos principales encomendados al citado comité son analizar el estado de la implantación de la regulación de los mercados de valores a escala europea; estudiar la compatibilidad de la regulación vigente con los procesos de fusión y las alianzas vividos en los últimos años, y proponer medidas de acción hacia una mayor convergencia. En este informe preliminar, se tratan de ilustrar los beneficios potenciales de esta integración. Entre las principales conclusiones, se destaca la sustancial falta de armonización en la legislación de los distintos países

Europeos ante el retraso en la implantación de la normativa comunitaria, mientras que, entre las recomendaciones que se proponen, se insiste en la promulgación de principios de regulación generales por parte de la Unión Europea, utilizando, en la medida de lo posible, el procedimiento (ya existente) de la "vía rápida" para su implantación. A su vez, se propone la creación de un Comité de Valores para la difusión de las medidas de carácter técnico, mientras que la aplicación de las normas comunitarias se realizaría por parte de cada uno de los países miembros.

En la conjunción de los dos grandes factores considerados, crecimiento e integración, no puede obviarse la contribución de la tecnología al desarrollo reciente de los mercados de capitales. Por una parte, por la difusión alcanzada por los llamados "nuevos mercados" bursátiles (o nuevas tecnologías), fundamentalmente de las empresas relacionadas con Internet. Asimismo, el impacto de la tecnología ha sido determinante en el proceso de integración bursátil por el crecimiento de las denominadas plataformas alternativas de negociación, que ofrecen servicios de contratación en los mercados financieros a través de Internet, aprovechando los menores costes operativos de este tipo de infraestructuras.

Ante estas transformaciones, parece conveniente plantearse cuál es la evolución probable de los mercados de capitales en los próximos años y específicamente cuáles son los posibles escenarios futuros en aspectos tales como la integración de los mercados en Europa y la armonización de la legislación, los procesos de desmutualización de las bolsas, la evolución de los "nuevos mercados" y plataformas de negociación, o las alternativas y la prospectiva de la financiación empresarial. Con el objetivo de contribuir a un mejor conocimiento de estas cuestiones, y siguiendo la tradición de FUNCAS de ofrecer estudios rigurosos y actuales del sector financiero, este volumen de la revista PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO recoge la visión de una serie de especialistas y profesionales de reconocido prestigio sobre el futuro de los mercados de capitales.

La estructura temática principal se desarrolla a lo largo de cuatro artículos. Los dos trabajos iniciales realizan una revisión de la situación y perspectivas de los mercados europeos de valores. En el primero de ellos, se destacan las principales características y formas de canalización del ahorro en los diferentes mercados europeos, cuyas diferencias ponen ciertas trabas al proceso de integración. La estructura competitiva resultante de las transformaciones en los principales mercados de capitales centra el contenido del

segundo de los artículos, que realiza un análisis del futuro de estos mercados en Europa. En un segundo bloque, se recogen otras dos aportaciones relativas a aspectos específicos y muy representativos de los cambios acontecidos en los mercados de valores. Por una parte, se analizan las posibilidades de financiación para las empresas que constituyen los llamados "nuevos mercados", a la vez que se detallan los mecanismos de financiación de estas empresas. Por otro lado, el cuarto y último artículo pasa revista al proceso de cambio en las formas de propiedad de las bolsas, con el análisis del cambio en las sociedades rectoras de las bolsas españolas hacia una probable desmutualización.

El futuro de los mercados europeos de capitales (I): características, evolución y dificultades del proceso de integración

El artículo que abre este volumen de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO ha sido elaborado por los profesores **Julian Walmsley** y **Brian Scott-Quinn**, del ISMA Center (Universidad de Reading, Reino Unido). Este trabajo se marca como objetivo realizar un análisis de varios escenarios de evolución probable de los mercados de capitales europeos. Para ello, se parte de una descripción minuciosa y detallada de la situación actual de los mercados de la Eurozona –con especial atención a los casos de Francia, Alemania, España, Italia y Luxemburgo– y comparando sus características fundamentales con las de los principales mercados de capitales internacionales. Según los citados investigadores, los mercados europeos se han visto inmersos en un proceso de liberalización y modernización, cuya etapa de mayor intensificación ha coincidido –sin duda no casualmente– con la implantación del euro. Sin embargo, resulta necesario señalar que estos procesos han repercutido en mayor medida sobre los mercados de renta fija, propiciando una mayor integración, que sobre los de renta variable, para los que se observa una mayor heterogeneidad y fragmentación, fundamentalmente por la falta de armonización de las distintas prácticas de mercado.

Los autores destacan asimismo la contribución a la expansión de los mercados de valores de los inversores institucionales, fundamentalmente fondos de inversión y de pensiones. Este crecimiento de la inversión colectiva responde, ante todo, a una demanda creciente de servicios profesionales de gestión por parte del inversor de a pie. En cuanto a los esfuerzos de la Comisión Europea para la creación de un mercado único europeo de fondos de inversión (o pensiones), se encuentran aún algunas restricciones sus-

tanciales a escala nacional, entre las que conviene destacar la variada gama de reglamentaciones relativas a la comercialización, los mecanismos de retribución, la información, el marketing, la legislación fiscal o –en el caso de los fondos de pensiones– la tipología de mecanismos de gestión (estatal, empresarial y privado). El análisis por países pone de relieve estas diferencias. Sin embargo, los esfuerzos para la armonización e implantación progresiva de gestoras estadounidenses auguran un mercado de fondos de inversión más competitivo a escala europea en el futuro.

Otro aspecto destacado de este primer trabajo es la previsión sobre la evolución futura de la financiación a empresas. En la mayor parte de los países europeos, el sistema bancario mantiene cierta preponderancia frente a los mercados de capitales en este sentido. En la visión de los autores, parece observarse un cierto cambio de tendencia en Europa –hacia un mayor papel de los mercados– con la entrada del euro. Sin embargo, este cambio será probablemente muy lento, y el sector bancario continuará manteniendo su hegemonía, al menos, durante una década. En este sentido, destacan los mercados creados para empresas de rápido crecimiento e intensivas en tecnología entre los que conviene destacar, a pesar de sus diferencias, EASDAQ y Euro.NM.

En cuanto a la consolidación de los mercados europeos de capitales, se señalan varios frentes. En primer lugar, los acuerdos globales para la integración de un número considerable de bolsas europeas no han alcanzado su objetivo, dando lugar a una cierta división, materializada en acuerdos de cooperación parciales (como iX o Euronext). Asimismo, las dificultades de integración alcanzan otros múltiples aspectos, como los sistema de negociación, compensación o liquidación, sobre los cuales se ciernen igualmente un gran número de posibles acuerdos y alianzas. Estos acuerdos se han extendido, asimismo, a los mercados de derivados (como Eurex o Globex), con un alcance no ya europeo, sino internacional. Por otro lado, los avances tecnológicos han propiciado un crecimiento en el peso relativo de los sistemas de negociación alternativos sobre el total de flujos financieros en los mercados de capitales.

En este contexto generalizado de integración, los autores consideran que los mecanismos de supervisión arbitrados por los organismos internacionales y las autoridades nacionales –especialmente en Europa– son adecuados para el mantenimiento de la estabilidad y la resolución de eventuales crisis financieras. Con esta panorámica general, la prospectiva de los

mercados de capitales europeos resulta difícil de definir. En cualquier caso, una alianza paneuropea se considera poco probable en los próximos años, destacando entre los posibles escenarios futuros una integración en dos o pocos grandes sistemas de negociación, con un desarrollo paralelo de las plataformas alternativas.

El futuro de los mercados europeos de capitales (II): la transformación de la estructura competitiva

El segundo de los artículos relativos al futuro de los mercados de valores en Europa ha sido elaborado por la profesora **M^ª Nieves García Santos**, directora del Servicio de Estudios de la CNMV. En este trabajo, se presta especial atención a las fuerzas que determinan la estructura competitiva del sector y las características de los principales mercados europeos. El punto de partida es el análisis de las principales transformaciones acontecidas en Europa, con atención especial al proceso de integración y a la comparación con los mercados financieros estadounidenses. En términos generales, resultan destacables los esfuerzos emprendidos a escala nacional por integrar los principales mercados, destacando los casos de Francia (París Bourse) y Alemania (Deutsche Börse). Desde 1998, asimismo, se han acelerado considerablemente los procesos de integración entre los principales mercados europeos. Como se indicó anteriormente, algunos de estos proyectos fracasaron, destacando entre los acontecimientos más recientes la ruptura del acuerdo entre la Bolsa de Londres y la Deutsche Börse para formar iX, así como el rechazo frontal de la Bolsa de Londres a la oferta de adquisición de la empresa sueca OM. Por el contrario, entre las alianzas recientes que finalmente parecen haberse puesto en marcha, destaca la creación de Euronext a partir de la fusión de los mercados de París, Amsterdam y Bruselas. Este mercado global nace, en parte, como respuesta al fracaso de los proyectos previos de fusión paneuropea.

En cualquier caso, según la autora, parece realmente necesaria una mayor consolidación de los mercados financieros europeos. En este sentido, resulta ilustrativo el elevado número de bolsas, mercados de derivados y sistemas de compensación y liquidación existentes en Europa con respecto a Estados Unidos. Sin embargo, este último país presenta un volumen de capitalización bursátil sustancialmente por encima del registrado por el conjunto de mercados de la Eurozona, si bien las diferencias se han recortado en los últimos años.

Las principales acciones para la integración deben ir por el camino de una transformación progresiva de la estructura competitiva. Sin embargo, se necesita un notable impulso reformador de la regulación comunitaria, entre los que la autora destaca el Plan de Acción de Servicios Financieros, trazado en el Consejo Europeo de Lisboa en marzo de 2000, así como los principales objetivos y medidas recogidas en el informe del Comité de Sabios, donde se propone el horizonte de 2001 para la implantación de las principales medidas y de 2004 para una primera evaluación de su alcance.

En el análisis de la estructura competitiva de los mercados financieros europeos, la autora realiza una distinción fundamental respecto a qué se entiende por la industria, los productos y la función de producción de las bolsas, cuestiones cuya definición ha cambiado sustancialmente con las transformaciones recientes. De esta manera, la industria en que compiten las bolsas hoy en día se caracteriza por la apertura de la negociación, dada la amplitud de agentes que pueden operar como empresas de servicios de inversión, perdiendo así las bolsas gran parte de la exclusividad con que contaban en el pasado. Por otro lado, los productos o servicios ofrecidos (calificación para admisión a cotización, tecnología, compensación, liquidación) se han disgregado igualmente entre un gran número de empresas, mientras que las bolsas propiamente dichas compiten ya casi exclusivamente en el campo de la negociación de valores (ejecución de órdenes).

La conjunción de la industria y el producto determinan pues una producción disgregada en varias funciones, muchas de las cuales se delegan o subcontratan. Una consecuencia necesaria de estas transformaciones es la extensión de la competencia más allá de los mercados nacionales. De este modo, se despierta una cierta tendencia hacia la integración, habida cuenta de que la fragmentación –no de los servicios, sino de los oferentes– incidiría negativamente sobre la calidad, liquidez y transparencia informativa de un mercado europeo de valores. Es en estos parámetros donde se centra gran parte del debate en torno a la regulación comunitaria. Por otro lado, dado el crecimiento de los sistemas alternativos de negociación, podría pensarse que esta tendencia conduciría hacia una mayor fragmentación, repercutiendo negativamente sobre la eficiencia del mercado europeo. Sin embargo, la experiencia de los Estados Unidos parece mostrar que estos sistemas impulsan más un cambio en la negociación –con un aprovechamiento sustancial de las economías de escala y de red– que una tendencia hacia la fragmentación. Dentro

del proceso de consolidación de las bolsas europeas, son precisamente las economías de escala y de red las que deben impulsar una mayor interconexión entre las principales plazas financieras, dado que la competencia en precios y la eficiencia no estarían reñidas con una mayor integración. Asimismo, para esta mayor integración, se plantea la necesidad de convertir las bolsas en sociedades anónimas. Para ello, resultaría necesario superar las reticencias nacionales a perder el *status* mutual por razones de diversa índole (control, seguridad, transparencia y hasta culturales), no siempre justificadas.

En definitiva, si bien resulta difícil definir el modo y el horizonte temporal para la implantación de las principales reformas, las transformaciones en la estructura competitiva de las entidades parecen inevitables. En cualquier caso, como destaca la autora, se necesitarán unos años para llevar a cabo estas reformas.

Los nuevos mercados y sus alternativas de financiación

La segunda parte del número se centra en dos de las grandes tendencias apuntadas en los principales mercados de valores. La primera de ellas se refiere al crecimiento de los llamados “nuevos mercados”. Este tema es abordado por **Francisco Luis de Vera Santana** con una comparación de los distintos mecanismos de financiación empleados por las empresas “de internet”, desde el capital riesgo en las etapas iniciales, hasta una posible salida a Bolsa para su consolidación. En primer lugar, se describen las características principales de estas empresas “de internet” (cuyo nombre responde a su principal fuente de obtención de ingresos) como parte integrante del núcleo de empresas de alto crecimiento. Se destaca la gran cantidad de recursos financieros que necesitan, como consecuencia, de algunas de las características principales de sus mercados: sus enormes posibilidades de expansión, las escasas barreras de entrada y la sustancial inversión en marketing y publicidad.

Desde un primer momento, la inversión en este tipo de empresas va acompañada de un cierto nivel de riesgo, que subyace a la incertidumbre relativa a la viabilidad de este tipo de empresas y la escasez de garantías que presentan habitualmente sus promotores. Con este panorama, el autor señala el capital riesgo como la alternativa de financiación más común en un primer momento. Sin embargo, las relaciones contractuales que se derivan de este mecanismo de financiación implican una serie de requerimientos de los

que pueden derivarse algunas dificultades. Entre éstas, destacan los posibles problemas de agencia. Estos pueden surgir como consecuencia de las preferencias que se reservan las empresas de capital riesgo (principal) en los contratos frente a las empresas en las que invierten (agente), como consecuencia de la incertidumbre relativa a las inversiones. Estos conflictos, tanto desde el punto de vista teórico como práctico, cuentan con un amplio conjunto de alternativas para su solución, por lo que el tipo de contratos resultante suele ser bastante heterogéneo, lo que no los hace susceptibles de ser negociados como títulos estándar en mercados organizados.

Por lo tanto, cuando las empresas "de internet" necesitan ampliar sus recursos financieros superadas las etapas iniciales, la alternativa más conveniente es dar salida a sus títulos en las bolsas de valores. Muchas de estas empresas han gozado de una aceptación considerable en muchos de estos mercados. Sin embargo, el contraste entre la incertidumbre relativa a su futuro y el sustancial incremento de su cotización han suscitado un acalorado debate en torno a la valoración de este tipo de títulos. Por lo tanto, cuando la alternativa de financiación es el mercado de valores, la dificultad más notable para estas empresas es cómo transmitir confianza al inversor, puesto que la valoración contable de su *output* resulta ciertamente compleja. Este problema es extensible al conjunto de empresas de la "nueva economía", por lo que los principales analistas sugieren que los mecanismos de valoración de los activos de las empresas que tradicionalmente han cotizado en Bolsa no pueden ser aplicados sin ninguna modificación para evaluar los títulos de los "nuevos mercados". Entre otros mecanismos de solución, las autoridades supervisoras han impulsado la difusión de información de tipo cualitativo para aumentar la transparencia y facilitar la valoración. Asimismo, algunas de estas empresas han solucionado parcialmente estos problemas mediante el aval de determinados *sponsors* (miembros de las bolsas que aportan liquidez, asesoramiento y credibilidad). Otras medidas difundidas entre las autoridades supervisoras, y destacadas por el autor, son la obligación de destinar gran parte de los recursos captados en las ofertas públicas al fortalecimiento del capital; las llamadas cláusulas de descarte –para evitar la especulación por parte de los accionistas mayoritarios–, o la difusión de códigos de conducta y buen gobierno.

Alteraciones en la estructura de propiedad: la desmutualización de las bolsas

Entre las transformaciones señaladas de cara a una mayor integración de los mercados de valores en

Europa, una de las de mayor repercusión y, a la vez, más controvertida, es la de los cambios de la estructura de propiedad de las bolsas. Para ilustrar estos cambios, el profesor **Manuel Castilla Cubillas** realiza un análisis del proceso de desmutualización de las sociedades rectoras de las bolsas españolas. La desmutualización, entendida como el proceso de apertura del capital de las bolsas más allá de los miembros que en ella participan, se presenta como ineludible en el contexto actual para las principales bolsas mundiales. En un principio, la lógica de este proceso se encuentra en la dificultad de conciliar la realidad de los sistemas financieros, tras las transformaciones vividas en los últimos años, con este tipo de estructura de propiedad. La propiedad cooperativa o mutual de las bolsas se basaba fundamentalmente, en las limitaciones técnicas y los costes de supervisión, que limitaban el control de este mercado a un determinado número de agentes.

Sin embargo, en los últimos años se han producido transformaciones que eliminan gran parte de las justificaciones en las que se fundamentaba la propiedad mutual. Entre ellas destacan un incremento sustancial de la competencia, notables avances tecnológicos que relativizan la importancia de la distancia y la presencia física, y una creciente internacionalización. El mejor ejemplo de estos cambios es el notable desarrollo experimentado por los sistemas alternativos de negociación, anteriormente comentados. Con estas transformaciones, un gran número de bolsas emprendieron el camino hacia la desmutualización. Esta forma de propiedad aporta ventajas sustanciales, como la posibilidad de ampliar la captación de recursos financieros (acceso al capital), mayor agilidad en las transacciones y mayor eficiencia e independencia en la gestión. En el caso español, se han eliminado las restricciones legales que impedían la desmutualización de las bolsas de valores a través de dos reformas fundamentales. En primer lugar, se permite ser accionista de las bolsas a personas o entidades distintas de los miembros de las sociedades rectoras. Por otro lado, se establece que la actuación como intermediario en la Bolsa no lleva consigo la necesidad de ser accionista de ésta. Sin embargo, la decisión última sobre la desmutualización corresponderá a las sociedades rectoras. En cualquier caso, de llevarse a cabo, los miembros de las bolsas deberían desprenderse de su participación en el capital, principal objetivo de la reestructuración.

La laxitud de la normativa comunitaria –al amparo de la Directiva de Servicios de Inversión– ha propiciado que todas las bolsas europeas puedan ser admitidas como mercados regulados, si bien esta

misma laxitud ha conducido al desarrollo de diversos esquemas regulatorios en los distintos países. En cualquier caso, los movimientos hacia la desmutualización en algunas bolsas financieras europeas han sido uno de los motores fundamentales de los principales acuerdos de fusión y alianzas transnacionales, con mayor o menor éxito.

En España, la forma mutua no ha permitido que los acuerdos hayan ido más allá de proyectos de alianza relativos a los sistemas de contratación. Una eventual desmutualización de las bolsas españolas abriría nuevas posibilidades para desarrollar alianzas a los mercados bursátiles españoles, si bien, como señala el autor, parece olvidarse que es necesaria previamente la consecución de una mayor integración a escala nacional.

Por último, con el objeto de ofrecer una visión completa de las principales perspectivas futuras del mercado de capitales, este volumen se completa con un apartado de opiniones y con la inclusión de dos documentos adicionales. En el caso de las opiniones, se ha contado con la amable y valiosa colaboración de varios especialistas, profesionales y responsables de la administración pública: **José Folgado** (secretario de Estado de Economía); **Pilar Valiente Calvo**

(presidenta de la CNMV); **Antonio Zoido** (presidente de la Bolsa de Madrid); **Ángel Torre González** (presidente de la Bolsa de Valencia); **Joan Hortalá i Arau** (presidente de la Bolsa de Barcelona); **José Luis Marcaida** (presidente de la Bolsa de Bilbao); **Emilio Ontiveros** (consejero delegado de Analistas Financieros Internacionales); y **Juan Carlos Ureta** (presidente de Renta 4 SVB, S.A.). Desde estas líneas, la redacción de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO agradece muy sinceramente su disponibilidad y su contribución al contenido de este volumen.

En cuanto a los documentos, se han extraído y traducido al español dos capítulos del núm. 76 de la publicación *Financial Market Trends* (de la OCDE), por su gran relación con las cuestiones planteadas en este número. Los títulos de estos documentos son "Rasgos principales de las tendencias recientes en los mercados financieros" y "Principales cambios en la estructura financiera de la Eurozona desde la introducción del euro".

En suma, confiamos que el lector obtenga de esta batería de estudios, opiniones y documentos una amplia y rigurosa visión de la situación actual y de los desafíos de los mercados de capitales españoles y europeos para los próximos años.