

EL NACIMIENTO DE UNA NUEVA BOLSA EUROPEA: EURONEXT

M^a Nieves García Santos

1. EL ANUNCIO

El día 20 de marzo las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas anunciaron su fusión y la creación de una bolsa europea denominada Euronext. Las tres bolsas afirmaron que esta decisión no anulaba su posible participación en el proyecto de alianza para formar una bolsa paneuropea que fue acordado en otoño de 1998, en el que participaban, además de estos tres países, las bolsas de Londres, Francfort, Luxemburgo, Milán y Madrid. En el comunicado del proyecto se explicaron algunos de los términos del acuerdo, aunque los detalles no están completamente determinados y se irán avanzando a lo largo del año.

El objetivo de este proyecto es una unión societaria completa, no únicamente de los sistemas de contratación y de los servicios adyacentes. La nueva Bolsa tendrá su sede en Amsterdam y se registrará por el derecho holandés. Tendrá, por otra parte, filiales en París y en Bruselas.

Las tres entidades locales (Amsterdam, París y Bruselas) llevarán a cabo cada una de las líneas del negocio. Es decir, para dar protagonismo a cada uno de los mercados integrantes, se ha decidido un reparto de papeles entre ellos. Así, en París se concentrará la negociación de las grandes empresas; Bruselas se hará cargo de la negociación de las empresas de tamaño medio, y Amsterdam se hará cargo del mercado de derivados. Asimismo, en el acuerdo hay términos que satisfacen ciertas posiciones o características de cada uno de los mercados integrantes.

Los pasos que han de dar a partir de ahora se desarrollarán en diversos frentes:

- definición societaria.
- fusión de las sociedades que actualmen-

te sustentan cada uno de los mercados integrantes.

- acuerdo sobre los sistemas de negociación: sistemas tecnológicos y normas de contratación.

- acuerdo sobre la compensación y liquidación de las operaciones.

- acuerdo sobre las normas del mercado y autorización de los supervisores.

2. LOS ELEMENTOS DEFINIDOS DEL PROYECTO

2.1. Órganos de gobierno

La estructura de gobierno definida tiene dos niveles: un Consejo de Administración y un Consejo de Vigilancia. El Consejo de Vigilancia estará formado por 12 miembros, que representarán a todos los participantes en el mercado, incluidos inversores. Cada uno de los mercados integrantes elegirá a tres miembros de este consejo y los tres miembros restantes serán designados a propuesta de un comité de nominación. El nombramiento será por un periodo de cuatro años. La presidencia será rotatoria entre los presidentes de los tres mercados nacionales, siendo el primero el presidente de la Bolsa de Amsterdam.

El Consejo de Administración estará formado por tres miembros, los actuales presidentes de cada una de las bolsas integrantes, que se reparten los papeles de la siguiente forma: el presidente y consejero delegado es el actual presidente de la Bolsa de París (Jean-Francois Theodore); el presidente de la Bolsa de Amsterdam (George Möller) es consejero, y el presidente de la Bolsa de Bruselas secretario ge-

neral (Olivier Lefebvre). La sede estará en Bruselas.

2.2. Sociedad bursátil

Los planes son que la nueva Bolsa Euronext sea pública y que esté cotizada en Bolsa. A partir de ahora deben elaborarse los planes para valorar cada una de las entidades integrantes y definir los intercambios accionariales. Se espera que la fusión finalice en el otoño del año 2000.

La valoración de cada una de las sociedades integrantes tendrá en cuenta sus ingresos. Las últimas cifras disponibles recogen unos ingresos de 280,2 millones de euros en el caso de la Bolsa de París; de 178 millones de euros para la de Amsterdam; y, finalmente, Bruselas con 65 millones de euros. No se considera que la unión societaria pueda ser vetada por las autoridades europeas, ya que la Comisión Europea establece un umbral de ingresos obtenidos en la Unión Europea de 250 millones de euros por parte de cada una de las compañías integrantes, o al menos de dos de ellas, o en conjunto al menos 5 mil millones de euros si se consideran los ingresos obtenidos en todo el mundo para establecer su veto.

La salida a bolsa se plantea que tenga lugar a finales de año. La base accionarial deseada es amplia: intermediarios financieros internacionales, brokers y casas de valores, fondos de pensiones y emisores.

2.3. Presencia local

Las bolsas integrantes mantendrán las licencias nacionales. En cada uno de los tres casos, el gobierno del país ha autorizado la participación de las bolsas nacionales en el proyecto.

Las empresas admitidas en cada mercado respectivo se considerarán admitidas en el nuevo mercado. Y también los miembros actuales de cada uno de los mercados integrantes pasarán a ser miembros del nuevo mercado. Así, el número de participantes en el nuevo mercado será muy amplio; tanto los grandes intermediarios como los intermediarios de tamaño más pequeño o de carácter más local tie-

nen asegurado su acceso al mercado Euronext.

La permanencia de las licencias nacionales, así como la existencia de oficinas de representación de Euronext en los principales centros europeos permitirá mantener relaciones más fácilmente con los inversores institucionales y minoristas. De esta forma, se enfatiza que el cliente último es el inversor, al que se le ofrecen servicios que satisfagan sus necesidades, siendo la concentración de la liquidez el principal producto que se ofrece. La presencia local también sirve para que la información que publique el mercado se haga siguiendo los criterios y estándares nacionales, no sólo desde la óptica regulatoria (puesto que es muy probable que ésta se homogeneice), sino desde el punto de vista de los usos del mercado, de las costumbres de los inversores.

2.4. Índices

Cada una de las bolsas integrantes mantendrá sus índices bursátiles nacionales. También mantendrán sus participaciones en los índices europeos.

Esta decisión señala el papel jugado por los índices bursátiles como representativos de los mercados nacionales. Así pues, en el futuro la referencia a un "índice bursátil nacional" no tendrá que implicar que la localización del mercado se encuentre en dicho país, ni siquiera que la sociedad del mercado tenga en él su sede social. Un índice nacional significará que las empresas que lo integran sí forman parte del país.

Los índices bursátiles constituyen referencias para los inversores. Así, aquellos que quieran constituir una cartera europea podrán basar su decisión en un índice pan-europeo como los ya existentes, o constituir su propia cesta con la proporción deseada de las empresas de los respectivos países.

Así pues, se puede esperar que exista un universo de índices en el panorama europeo: nacionales, sectoriales, de mercados (nacionales o de naturaleza internacional), o pan-europeos (construidos con criterio país, buscando igualar la ponderación de las empresas con el peso de cada país en el conjunto europeo; o

GRÁFICO 1
ÍNDICE EURO STOXX 50
 Porcentaje participación

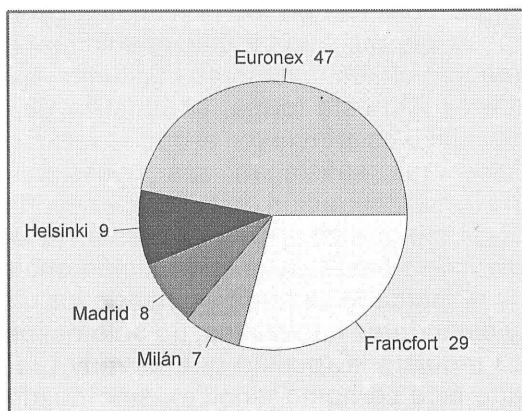
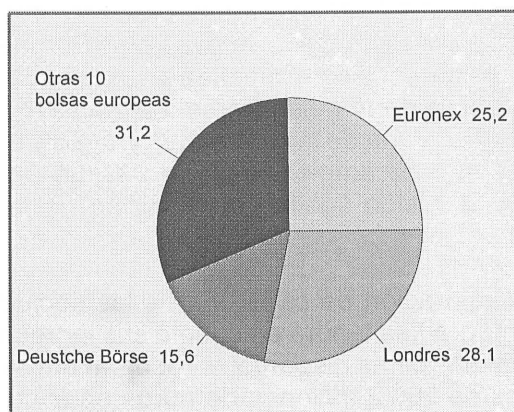


GRÁFICO 2
ÍNDICE MSCI
 Porcentaje participación



con criterio sectorial, replicando la ponderación de las empresas en cada sector).

A pesar de que se mantendrán los índices de cada país integrante, Euronext ha destacado el peso de este mercado en los índices pan-europeos ya constituidos. De esta forma se señala que, por ejemplo, un inversor que quiera replicar el índice Euro STOXX 50, puede cubrir casi la mitad del mismo negociando en un único mercado. Esto supondrá una importante reducción de costes, tanto por la simplificación administrativa de tener que cumplir las reglas de un solo mercado, como por la concentración de liquidez que conlleva.

2.5. Negociación integrada

El mercado Euronext permitirá a los usuarios el acceso a través de tres puntos de entrada (para el listado o cotización, para la negociación y para el acceso a los servicios conexos): París, Amsterdam y Bruselas. Sin embargo, independientemente de cuál sea el acceso, la negociación y los demás servicios son únicos.

Es decir, que existirá un único libro de órdenes, en el que se concentrarán las órdenes independientemente de dónde venga la compra-venta o dónde esté autorizada la cotización de la empresa. Las reglas del mercado también serán únicas, independientemente del punto de acceso de la orden.

Además, habrá una única plataforma de contratación, y los clientes tendrán una sola pantalla de información y acceso a todas las empresas en cada uno de los segmentos. La negociación de las acciones al contado, tanto en el caso de las grandes empresas como en el de las medianas, utilizará el sistema NSC, desarrollado por la Bolsa de París y que también utiliza ya Bruselas. En el caso de la negociación de los productos derivados no está determinado cuál será el sistema de negociación que se utilizará. En el caso en que el mercado Liffe se uniera al proyecto, es probable que se adoptara su sistema de contratación (Connect), dado el reconocimiento de su superioridad. La integración técnica de los tres mercados está planificada para el primer trimestre del año 2001.

Los servicios adyacentes a la negociación también son únicos para los tres mercados integrantes. Así, la compensación y "neteo" se ofrecen por Clearnet (siendo la plataforma de compensación y "neteo" la actual Clearing-21), y la liquidación se realizará a través de Euroclear (aunque también se han hecho contactos con la London Clearing House).

3. TAMAÑO DEL NUEVO MERCADO EUROPEO

Euronext pasará a ocupar un lugar de relevancia en el panorama europeo. Por capitalización y número de empresas cotizadas pasa a

GRÁFICO 3
CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO
 Miles de millones de euros; diciembre 1999

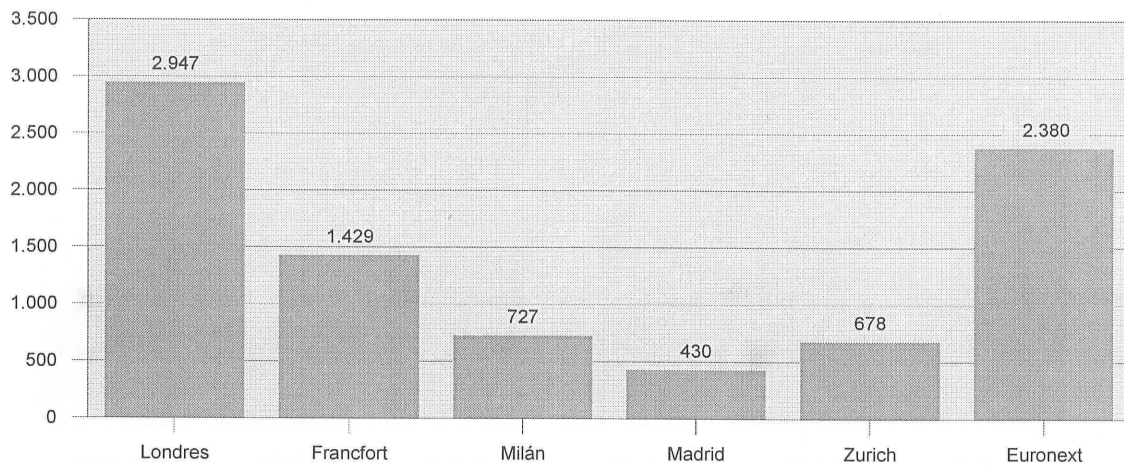
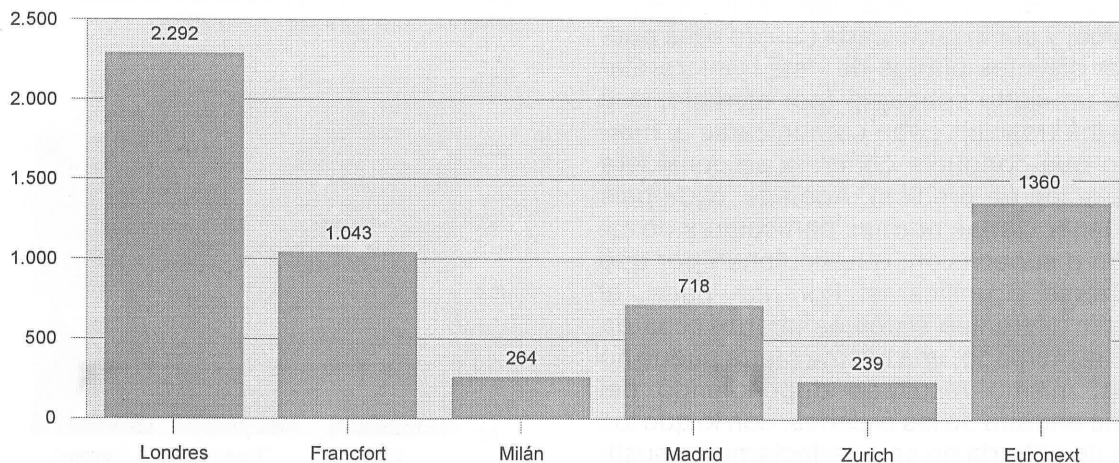


GRÁFICO 4
NÚMERO DE EMPRESAS COTIZADAS



ocupar el segundo lugar, tras Londres. Sin embargo, tanto por negociación de acciones al contado, como por contratos de derivados es el primero.

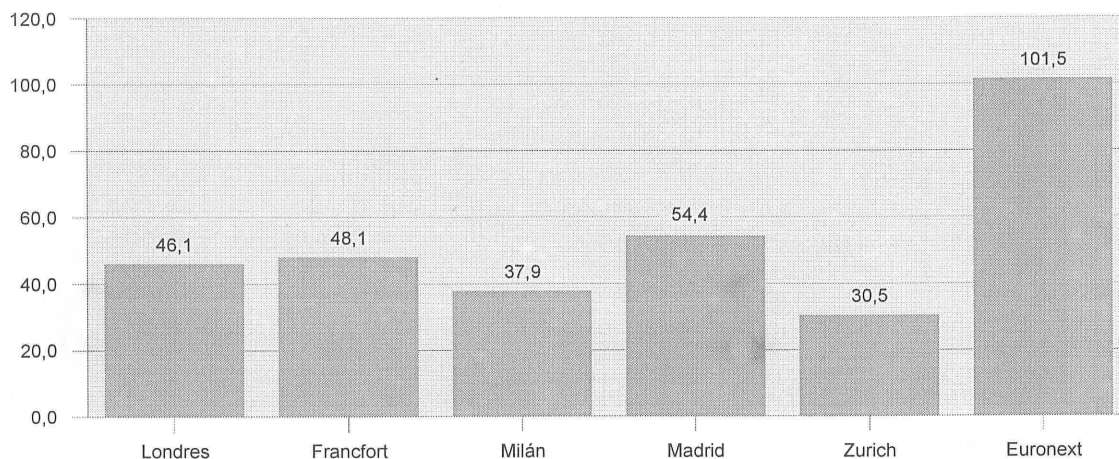
4. OTRAS ALIANZAS

El comunicado realizado por los mercados

integrantes dejó claro que este proyecto no impide su participación en otras alianzas, eso sí, ya no de cada uno de ellos sino de la nueva sociedad creada. Así, Euronext ha declarado su interés en seguir participando en la alianza pan-europea, en cooperar con la alianza de los mercados de empresas en crecimiento Euro.NM, y en otros proyectos que pudieran plantearse.

GRÁFICO 5
VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN DE ACCIONES DOMÉSTICAS

Miles de millones de euros; media mensual 1999

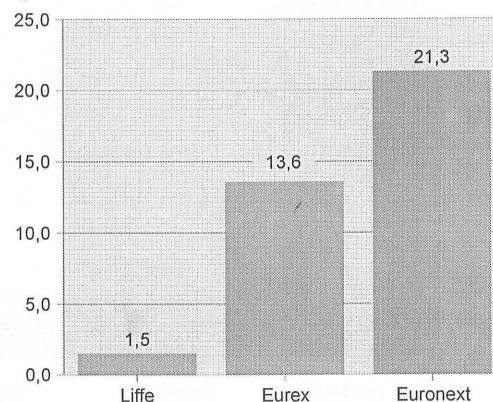


Existen varias diferencias entre una unión plena (societaria y de sistemas de negociación) y una alianza. En primer lugar, en la alianza permanecen las autoridades de los diversos mercados, y por lo tanto cada una de ellas puede tener distintos puntos de vista o interpretación de un cierto concepto (por ejemplo, qué tipo de información debe comunicarse al mercado, o qué conducta concreta se considera manipulación de precios). Además, cada país puede tener ciertas normas particulares de regulación o supervisión, que no tienen por qué armonizarse o unificarse. Por otra parte, al co-existir diferentes sistemas informáticos de acceso al mercado, una misma oferta puede no llevar al mismo resultado dependiendo del punto de entrada de las órdenes, con lo que los puntos de entrada no son perfectamente sustituibles entre sí. Todo ello puede impedir que se logre una integración plena de los mercados.

Es evidente que aunque las alianzas entre bolsas también persigan la consolidación de los mercados, el proceso para conseguirlo es más incierto, ya que permanecen diversas autoridades y se busca la compatibilidad de los sistemas y no la unificación de los mismos.

La situación de creación de la alianza pan-europea por ocho bolsas ha mostrado pocos avances hasta la fecha. Hay que recordar

GRÁFICO 6
VOLUMEN DE NEGOCIACIÓN DE DERIVADOS DE ACCIONES E ÍNDICES
Millones de contratos; enero 2000



que el embrión de dicha alianza se produjo en julio de 1998 cuando se anunció una alianza entre las Bolsas de Londres y de Francfort. En ese momento también el Banco Central Europeo anunció las condiciones para acceder al futuro sistema de pagos transfronterizo TARGET, y el proyecto Londres-Francfort se vio como una estrategia en la que el mercado alemán se beneficiaría de la aglomeración de negocio que concentraba Londres, y el mercado

alemán se beneficiaría del acceso a la liquidación en euros. El mercado propuesto sería para 350 grandes empresas europeas. Lo que se proponía era un acceso mutuo dado que las órdenes utilizarían los sistemas Sets o Xetra dependiendo de su punto de entrada (Londres o Francfort, respectivamente). Los planes anunciados señalaban que un año después el mercado contaría con mecanismos armonizados de negociación: horarios, convenciones de mercado y reglas sobre transparencia de operaciones.

Sin embargo, dicho proyecto no cuajó por la insistencia de Francfort de plantearlo como una unión "entre iguales", sin considerar la ventaja de Londres en términos de liquidez y de compañías cotizadas. El proyecto pareció tomar un nuevo impulso cuando, a finales de 1998, se añadieron al mismo otras seis bolsas europeas. Nuevamente parece que el proyecto no avanza con la rapidez deseable. Un año después lo único que parecía haberse logrado era la homogeneización de los horarios de apertura de los diversos mercados.

Los planes aún están en activo, sin embargo. Se espera que en junio de este año se anuncien las reglas armonizadas. Entre las mismas se encuentran: la ampliación de la validez de las órdenes (desde 1 mes hasta 3 meses); que haya un único libro de órdenes para cada valor; y que se difundan tanto la situación del libro de órdenes como de las operaciones en tiempo real para asegurar la transparencia del mercado.

El calendario anunciado establecía el inicio en noviembre del año 2000. Sin embargo, existe un problema de difícil solución, que radica en la compatibilidad técnica o capacidad de armonización de las diferentes plataformas tecnológicas. Muchos mercados nacionales llevan ya avanzados proyectos en los que han invertido sumas importantes de dinero. Cuando se debate cuáles deben ser los estándares técnicos, estos mercados desean imponer los suyos. Éste es un punto en el cual la Deutsche Börse parece mostrarse muy inflexible y realiza una campaña muy agresiva para convencer de la superioridad del sistema Xetra. Hay que considerar que el coste estimado de Xetra ha sido 150 millones de marcos alemanes y el del sistema británico Sets, unos 20 millones de libras esterlinas. La solución de que uno de los dos

desestime lo gastado hasta la fecha resulta difícil de aceptar por ambos.

A pesar de que todos los mercados firmantes de la alianza siguen contando con ella, no dejan de producirse movimientos unilaterales en muchos de ellos. Así, por ejemplo, el anuncio de que la Deutsche Börse planea salida a bolsa en mayo, con el nombre de Euroboard, se puede tomar como un intento de liderar el proyecto o de romper el mismo, para posteriormente hacerse con el negocio de otros mercados mediante OPA hostil. La bolsa de Londres también se encuentra en proceso de acabar con su estructura de sociedad mutualista y de salir a bolsa a principios del año 2001.

La principal pugna se establece por tanto entre los grandes mercados. París ya ha tomado la iniciativa con Euronext, donde, además se logra un reparto de funciones entre los tres mercados, de forma que todos encuentran ventajas en el proyecto.

Los mercados pequeños o medianos deberán tomar parte de alguno de los proyectos en marcha. Por ejemplo, Luxemburgo ha solicitado su unión a Euronext. Por su parte, Dublín tiene casi ultimado su vínculo con Francfort. De las Bolsas continentales la incertidumbre se centra en el arco mediterráneo (Milán, Madrid, Lisboa), ya que las bolsas nórdicas tienen también acuerdos entre ellas (Norex).

5. VALORACIÓN DEL PROYECTO

La introducción de una moneda común en los países integrantes de la Unión Monetaria inevitablemente debe llevar a una consolidación de los mercados. Los inversores internacionales han dejado de decidir la composición de su cartera en valores europeos con un criterio país o moneda, para pasar a hacerlo según sectores industriales o tamaño de las empresas. Evidentemente, cuando un inversor ha decidido invertir en el sector petróleo desearía que todas sus compras de acciones de empresas de ese sector las pudiera llevar a cabo en el mismo mercado, con las mismas normas, a través de los mismos brokers y utilizando los mismos sistemas de compensación y liquidación. Si el mayor número de empresas del sector petróleo, por seguir con el ejemplo, se negocia en un mismo mercado, es posible que el inversor

decida no invertir en otra empresa, que aunque ocupando un lugar anterior en su preferencia, se negocia en un mercado donde no hay ninguna empresa similar. La concentración de empresas cotizadas y la concentración de órdenes en un mismo mercado conlleva un aumento de la liquidez que beneficia a todos los participantes.

El proyecto de unificación de las bolsas europeas, por lo tanto, es un movimiento de reestructuración del sector en búsqueda de la racionalidad económica. Además, si no se logra una mayor eficiencia económica y una mayor respuesta a las demandas de los clientes, el desplazamiento del negocio es un riesgo que no se puede descartar. El mercado americano Nasdaq ya anunció su interés en lanzar un mercado en Europa similar al existente en Estados Unidos. Además, la competencia vendrá también de las llamadas “redes de negociación electrónica” (ECN) o “sistemas alternativos de negociación” (ATS). En ambos casos, se ofrece la canalización de las órdenes de inversión en una determinada acción hacia el mercado correspondiente; si la empresa cotiza en varios mercados, se pueden comparar precios y realizar arbitrajes. Estas empresas en algunos países responden a la figura legal de brokers, pero en ocasiones son empresas no financieras (de software o de difusión de información). Estos mercados alternativos ofrecen flexibilidad, rapidez, horario ampliado, y las ventajas que se derivan de la liquidez si son capaces de encontrar siempre contraparte al mejor precio. Adicionalmente, suelen ofrecer otros servicios financieros de carácter personalizado a los clientes como puede ser valoración de carteras, programación de inversiones, etcétera.

El principal reto de la negociación transfronteriza, sea esta realizada en una bolsa pan-europea o a través de los ATS, se encuentra en el lado de la regulación. Las normas sobre los mercados de valores son muy diferentes en los

diversos países, e incluso lo es la autoridad competente de la supervisión de los mercados. El rango abarca desde países cuya autoridad radica en el Ministerio de Finanzas a aquellos que tienen descentralizadas todas las competencias en las autoridades de las bolsas. La homogeneización de las normas es un requisito imprescindible. Por un lado, porque su cumplimiento implica siempre un coste, y no cabe pensar que el coste sea diferente en la negociación de activos similares según el mercado en que se trate. Los reguladores podrían entrar en una competencia por atraer negocio a su mercado a través de normas laxas, pensando que la inestabilidad del sistema financiero o la desprotección de un inversor extranjero no es una responsabilidad propia, sino, en el mejor de los casos, compartida con otra jurisdicción.

De hecho, las autoridades reguladoras en los países de los mercados que integran Euronext ya han anunciado sus planes para lograr una mayor coordinación. Además, parece compartirse la idea de que en un plazo de dos años lo lógico es que haya un supervisor único. Hasta que la normativa sea igual, las bolsas tendrán que mantener su identidad nacional para cumplir con ella.

En realidad, la regulación va un paso atrás de la realidad financiera, pero debe adaptarse a ella y resolver los problemas que puede generar. Un mercado europeo exige una regulación europea. La Comisión Europea ya publicó en 1999 un Marco para la Actuación Financiera, muchos de cuyos puntos suponían un avance en la regulación de diversos temas referentes a los mercados de valores. El foro informal de reguladores de valores (FESCO) está trabajando en diversas propuestas de Directivas europeas sobre mercados de valores. Este paso dado con Euronext, así como la profusión de sistemas, negociación electrónica ATS acelerarán el proceso de reorganizar la regulación de los mercados europeos.