

Sistema Financiero y Realidad Empresarial

LOS MERCADOS BURSÁTILES EN LA ÉGIDA DEL EURO

Raimundo Ortega

I. INTRODUCCIÓN

Transcurridos casi dos años desde su aparición resulta instructivo releer no pocos de los trabajos que antes de 1999 se escribieron para analizar qué efectos originaría el euro en los mercados bursátiles. En no pocos de ellos se anunciaba con toda seriedad que la moneda única conduciría inexorablemente –algunos incluso aventuraban que a corto plazo– al nacimiento de un único mercado, a lo que se unían las propuestas –siempre interesadas– para construir en paralelo un sistema centralizado de compensación y liquidación de valores, pieza imprescindible para asegurar el éxito del primer proyecto y, cerrando el círculo, el establecimiento de un regulador único. A lo que se añadían, como trasfondo de todas esas ideas, las obligadas referencias, por un lado, a la necesidad de competir con el mercado norteamericano y, por otro, la existencia de tecnologías que permitían poner en práctica tan inevitables como favorables empeños.

Pero lo cierto es que no sólo la realidad parece estar hoy en día bastante lejos de esos pronósticos sino que, y esto acaso sea lo más relevante, las justificaciones ofrecidas por la aparición del euro en modo alguno confirman tales sueños sino más bien lo contrario. Dicho de otra forma: la tesis de este artículo es que a medio plazo la aparición del euro no va a conducir ni a la creación de un único mercado bursátil –con su complemento de unos sistemas

de compensación y liquidación centralizados– ni de un regulador para la Unión Europea. Y ello, básicamente, porque el impacto del euro sobre los mercados está discurriendo por otras vías.

El estudio de la Comisión Europea titulado “Un mercado, una moneda” resumía en cuatro los beneficios derivados de la adopción del euro: una reducción de los costes de transacción y de los riesgos, un incremento de la competencia y la aparición de una moneda capaz de rivalizar en los mercados internacionales con el dólar. Esas ventajas eran de un carácter muy general y se requería descender a un mayor detalle para localizar su incidencia sobre los mercados bursátiles. Resultaba desde luego evidente que inversores y ahorradores se beneficiarían de la desaparición de ciertos costes de transacción y de la notable reducción en otro tipo de riesgos así como de la existencia de mercados más profundos y líquidos o de una mayor uniformidad en la información; que la competencia entre los mercados bursátiles –ya existente antes de primeros de enero de 1999– obligaría a éstos a mejorar su liquidez y que la moneda única modificaría notablemente las ventajas que tenían –y aún mantienen en parte– las instituciones financieras respecto a su propio mercado doméstico, si bien no eliminaría los beneficios inherentes a las tradicionales relaciones de clientela o al mejor conocimiento de los respectivos marcos legales y prácticas reguladoras.

Existían otros tres factores a tener muy en cuenta y que poco o nada se relacionaban con el euro: a saber, la desregulación –que había acabado con las anticuadas estructuras de casi todos esos mercados– y, en íntima conexión con ella, las modernas tecnologías de la comunicación y la información, que habían hecho ya casi irrelevante la tradicional ventaja relacionada con la necesidad de centralizar órdenes en un mercado físico, permitiendo que la negociación pudiese iniciarse desde cualquier lugar; a lo cual se añadía que en la Unión Europea había aparecido desde hacía no pocos años una tendencia armonizadora a través de la publicación de Directivas que regulan desde las condiciones de admisión a contratación en los mercados a las normas relativas a qué debe considerarse un mercado regulado y bajo qué condiciones mínimas pueden actuar en Europa las empresas de inversión.

II. LA ACTUAL SITUACIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES Y LOS INTENTOS DE REFORMA

Pocos son los que, en la actualidad, encuentran ventajosa la multiplicidad de mercados que caracteriza la estructura europea bursátil y en la cual cada país suele contar con sus propios mercados de renta fija –pública y privada–, renta variable y derivados. Prueba de ello es que el euro ha empezado ya a dejar sentir su impacto en los dos primeros y en aquellos que negocian productos derivados, pero menos en los de renta variable. Aun así, éstos han experimentado cambios que, con ser notables, hasta ahora deben menos a la aparición de la moneda única y sí, en mucha mayor medida, a los efectos de la tecnología y a los intentos de reforzar sus posiciones ante la mayor competencia que ya se ha introducido para atraer a inversores y ahorradores –domésticos e internacionales– ofreciéndoles costes de transacción menores, información más completa y contrastada y una transparencia reforzada.

En ese esfuerzo competitivo la gran paradoja ha sido la pérdida paulatina de protagonismo del mercado que inicialmente todos consideraban que podía constituir el polo en torno al cual se construyese el mercado bursátil europeo: Londres. Una serie de fracasos e indecisiones ha dado como resultado que otros mercados, especialmente Francfort y París, hayan

sido los promotores de una serie de proyectos encaminados a construir si no un mercado sí una plataforma europea única de contratación. En realidad, Francfort ha sido hasta ahora quien ha tomado la iniciativa en la mayoría de los intentos de fusión entre bolsas europeas, buscando bajo una u otra fórmula asegurar para ese país la primacía entre los mercados bursátiles que tradicionalmente había ostentado Londres y construir una muralla eficaz contra los ataques de las llamadas plataformas electrónicas de contratación que, con la americana NASDAQ o la sueca JIWAY a la cabeza, amenazan cada vez más claramente las posiciones de las Bolsas tradicionales pues en la era de Internet nadie puede negar la posibilidad de un mercado digital de carácter global a través del cual las acciones de las empresas más sólidas puedan comprarse y venderse por cualquier inversor y sin limitación geográfica u horaria –a título de ejemplo, en EE.UU. las llamadas ATSS (o *Alternative Trading Systems*) se han asegurado el 30 por 100 de la negociación del NASDAQ y algo más del 5 de la de la Bolsa de Nueva York). Pero la historia de todos y cada uno de esos intentos permiten sospechar que las aspiraciones de hegemonía de Francfort son tales que, de una u otra forma, han impedido hasta ahora que esos planes– el último de los cuales fue el fracasado proyecto de fusión con la Bolsa de Londres bautizado como IX por “International Exchanges” –hayan fructificado. El proyecto de construir una plataforma de negociación común para las ocho grandes bolsas europeas– Londres, Francfort, París, Zurich, Madrid, Milán, Amsterdam, y Bruselas –lanzado para echar agua al vino del noviazgo entre Londres y Francfort– también se ha ido desinflando poco a poco y el acuerdo entre París, Amsterdam y Bruselas –Euronext– al que, parece, se acaban de asociar las bolsas portuguesas, ha certificado la defunción de aquél, al menos en su formato inicial.

Estos proyectos han tenido consecuencias en otros dos campos íntimamente unidos a ellos: los mercados de productos derivados y los sistemas de compensación y liquidación. Tanto en los primeros como en los segundos los acuerdos, fusiones y planes conjuntos se han multiplicado ofreciendo el curioso panorama en que los aliados de hoy se convertían en rivales al día siguiente por mor de nuevos planes que se justificaban con argumentos muy similares a los presentados para llamar la aten-

ción de los primeros –recuérdese el acuerdo del mercado de futuros alemán para crear con el suizo el Eurex. Ello ha sido especialmente cierto en el caso de los sistemas de liquidación, quizás porque su margen de autonomía está muy constreñido por los intereses de los sistemas de contratación que, de una u otra forma suelen influir en las decisiones que aquéllos pretendan tomar. Sea cual sea la razón, lo cierto es que hoy por hoy únicamente se han materializado dos acuerdos de fusión: el del sistema de liquidación de la Bolsa de Francfort con Cedel, una sociedad privada participada por casi un centenar de bancos y dedicada fundamentalmente a la compensación y liquidación de renta fija en los euromercados, que ha dado a luz una nueva sociedad denominada Clearstream, y el de Sicovam –que es el sistema de liquidación de la Bolsa de París– con Euroclear –una sociedad también privada, con sede en Bruselas y originalmente propiedad de J.P. Morgan–. Además, los sistemas de liquidación de los países de la Unión Europea más Suiza y Noruega constituyeron a finales de 1996 una asociación, bautizada con la siglas inglesas de ECSDA –por Asociación Europea de Sistema de Compensación y Liquidación– que ha desempeñado un papel muy relevante en el árido pero imprescindible campo de la homogeneización de procedimientos, formatos de comunicaciones, así como en el diseño de modelos que permitan la liquidación y compensación de valores negociados en las bolsas nacionales o en una eventual bolsa europea sean cuáles sean y estén donde estén los vendedores y los compradores, eliminando prácticamente los riesgos legales y con un coste mucho más reducido que el derivado de los sistemas tradicionales de los custodios internacionales o nacionales de carácter privado.

III. LAS PERSPECTIVAS

Como se ha afirmado al principio, el euro no va a conducir por mucho tiempo a la aparición de una única Bolsa europea, ni a la unificación de los actuales sistemas de liquidación ni tampoco a la constitución de un regulador con competencias sobre los mercados de valores de los países miembros de la Unión Europea. Ahora bien, en combinación con las presiones de la tecnología, la internacionalización de los mercados y la consiguiente erosión de los inte-

reses nacionales, es más que probable que en los próximos años asistamos a un proceso de consolidación de las bolsas europeas en tres o cuatro grandes mercados así como a un proceso paralelo de reducción de los sistemas nacionales de compensación y liquidación en dos o tres grandes sociedades paneuropeas, a lo cual cabe unir pasos relevantes en la tarea de coordinación e intercambio de información entre los reguladores nacionales bajo el paraguas de organismos internacionales del tipo FESCO.

La consolidación de las bolsas europeas actualmente existentes –al menos una por país– en dos o tres grandes mercados será un proceso necesariamente lento pues, como la experiencia reciente ha demostrado, es preciso resolver previamente dos grandes cuestiones: cómo organizar los sistemas de contratación, conducción y ejecución de órdenes, así como de difusión de información y, por otro lado, dar con la modalidad adecuada que asegure la plena libertad para acceder a la condición de accionista de las mismas. En cuanto a la primera cuestión, es más que probable que la actual fragmentación en los mercados bursátiles dé paso, a corto plazo, a bolsas supranacionales dotadas para competir con éxito en la tarea de atraer valores de otros mercados, concentrando su admisión a contratación y su negociación en unos pocos centros –¿dos, tres, cuatro a lo sumo?– y capaces de asegurar la máxima liquidez. Íntimamente unido a ese proceso está el de la reestructuración de la propiedad de esos mercados. Es claro que resulta imposible continuar con el actual sistema, mediante el cual los propietarios son los usuarios de los mismos. Han sido, precisamente, los conflictos de intereses que ese doble papel ha originado la causa de las indecisiones y retrasos en la adopción de las medidas innovadoras que las bolsas precisaban –y aquí, una vez más, Londres ha sido el ejemplo más sobresaliente. Por eso mismo, iniciativas como la fracasada de OM deben ser recibidas como medidas terapéuticas adecuadas para mostrar hasta qué punto los intereses corporativos de determinados usuarios de una Bolsa les impiden valorar adecuadamente su inversión como accionistas.

Lo anteriormente dicho es un intento de aclarar el panorama a corto plazo, pero sin duda los aspectos más interesantes se plan-

tean a medio plazo, cuando la competencia entre esos pocos grandes mercados, fomentada por una tecnología cada vez más revolucionaria, haya arrinconado a la mayoría de los actuales mercados nacionales –o regionales–, se haya generalizado el acceso de los miembros remotos a los mercados y se hayan consolidado en Europa las ATs, agudizando la competencia entre los centros de contratación existentes y promoviendo acuerdos de cooperación con las bolsas americanas y asiáticas, así como con los mercados electrónicos de carácter global.

En cuanto a los sistemas de compensación y liquidación cabe esperar un proceso paralelo que disminuya la actual fragmentación nacional y lleve a la implantación de un número bastante más reducido de centros encargados de asegurar unos servicios eficientes para la compensación y liquidación paneuropea de acuerdo con los criterios de minimización de riesgos y liquidación –tanto de valores como de efectivo– y acceso a la información relevante en tiempo real.

Para concluir, es difícil confiar que en un futuro próximo Europa cuente con un regulador único, habida cuenta, entre otras razones, de que no parece previsible que los estados renuncien rápidamente a lo que hoy en día consideran que son sus prerrogativas soberanas en materias tales como fiscalidad, derecho de los valores y de las situaciones concursales y normas contables, por mencionar sólo unos cuantos ejemplos. Ello no empece que se vayan quemando etapas, para lo cual convendría revitalizar órganos existentes tales como el Comité de Valores de la Unión Europea –dependiente de la Comisión y cuyas misiones son discutir cuestiones de supervisión y regulación de los mercados– al tiempo que se potencia FESCO, promoviéndolo de un grupo informal como es en la actualidad a un organismo con facultades específicas en los campos de la aplicación uniforme de las directivas europeas, el fomento de criterios reguladores comunes y los intercambios de información.

En buena parte estas ideas se han visto avalladas por el “Informe Inicial” del Comité de Sabios que por mandato de los Ministros de Eco-

nomía y Hacienda de la Unión Europea, en su reunión de 17 de julio de 2000, ha estudiado tanto las actuales condiciones para implantar una regulación de los mercados de valores en la Unión, ponderar los mecanismos para adaptar la regulación de esos mercados a su constante desarrollo y proponer medios para adaptar las prácticas actuales de forma que se asegure una mayor convergencia y cooperación en su implementación diaria.

Pues bien, los siete sabios publicaron el pasado día 9 de noviembre de 2000 su informe. La verdad es que se trata del tipo de documento a que nos tienen acostumbrados los Comités emanados de los diversos niveles decisivos de la Unión Europea. Contiene por tanto una buena proporción de consideraciones generales sobre aspectos bien sabidos, otra de útiles resúmenes relativos a aspectos de interés más concreto y, por último, algunas recomendaciones amplias cuya puesta en práctica originaría avances innegables pero que el lector sabe de antemano tienen pocas probabilidades de hacerse efectivas, o de hacerse efectivas en la forma y plazos recomendados. Aun así, el Informe merece una lectura siquiera sea por su insistencia en la conveniencia de mejorar el marco regulador en Europa y la denuncia en la lentitud, y yo diría la “laxitud”, del proceso de aprobación de normas de ámbito europeo –señalando cómo dicho proceso es lento en la adopción de la pertinente legislación, lento en la transposición de las normas europeas a las legislaciones nacionales, lento en su actualización, insatisfactorio en el campo de la cooperación y plagado de lagunas referentes a materias importantes que están indebidamente cubiertas. Los autores prometen tener listo para mediados de febrero de 2001 su informe final; será esa una buena ocasión para un examen más detenido de su contenido y de sus propuestas definitivas.

Pero, como se ve, existe un amplio campo en el cual laborar para asegurar que algún día nazca en Europa el deseado fruto de lo que, por ahora, es únicamente una bella utopía: un mercado único de capitales. Cuál es el papel que los mercados españoles desempeñan en ese proceso es algo que está por ver.