

# El panorama de los mercados bursátiles en Europa

M.<sup>a</sup> Nieves García Santos\*

## 1. Introducción

Los mercados de valores vienen registrando cambios muy profundos en su estructura en los últimos diez años. El primer cambio fundamental es que las bolsas han dejado de ser asociaciones mutualistas para pasar a ser compañías privadas que, además, en muchos casos cotizan.

Este cambio conlleva que la actividad realizada por las bolsas se entiende como una actividad empresarial dentro de la industria de los mercados de valores. La actividad empresarial que realizan las bolsas, fundamentalmente, es la negociación de valores, aunque también históricamente han proporcionado servicios como la admisión a cotización, la difusión de información sobre las empresas, o de cotizaciones y precios y volúmenes cruzados, la compensación y la liquidación de posiciones, o servicios de *back office*<sup>1</sup>. Muchos de estos servicios están pasando a ser ofrecidos por empresas separadas del mismo grupo empresarial bursátil o por otras diferentes.

Esta nueva perspectiva de la actividad bursátil es consecuencia de la confluencia de distintos factores, como el desarrollo de tecnologías aplicadas a la negociación electrónica, la globalización o acceso a información sobre mercados de diferentes ubicaciones, además de la des-

regulación que, con distinto grado de alcance, abre el acceso a los mercados bursátiles nacionales a intermediarios e inversores de otros países.

La mayor capacidad de acceso de los inversores a distintos productos y mercados ubicados en localizaciones lejanas o desmaterializadas se ha completado con la posibilidad de que haya nuevos participantes en distintos segmentos de la industria de los mercados de valores. Hay que destacar la importante influencia de los inversores institucionales como es el caso de los fondos de pensiones, *hedge funds* o empresas de capital riesgo, y también hay que señalar los inversores especializados en negociación electrónica intradía.

Los nuevos participantes por el lado de la oferta pueden ser empresas segmentadas de las bolsas. Así, los departamentos de tecnología o de *back office* de una bolsa pueden pasar a ser empresas diferenciadas que ofrecen sus servicios a otros mercados. También pueden haber aparecido empresas de nueva creación especializadas en la oferta de servicios de negociación de valores, como es el caso de las plataformas electrónicas y los que facilitan las decisiones de negociación.

Los primeros se refieren a mecanismos electrónicos de negociación que, en el caso de las bolsas europeas, ya es habían introducido en los años ochenta cuando reemplazaron a los mercados de viva voz, pero que en el caso de los mercados anglosajones han surgido de forma independiente, precisamente por la pervivencia de los sistemas de corros físicos en las principales bolsas. Estas plataformas se han conocido con expresiones como *alternative trading systems* (ATS), *electronic communication networks* (ECN) y, recientemente en Europa, como *multilateral trading facilities* (MTF), terminología usada

\* M. Nieves GARCÍA SANTOS es Directora de Estudios y Estadística de la CNMV. Este artículo refleja exclusivamente sus propias opiniones y no las de la institución donde presta sus servicios.

<sup>1</sup> Sobre la definición de qué es una bolsa, cómo definirla y cuáles son las diferentes actividades que realiza, véase LEE, R. (1998) y DI NOIA, C. (1999)

en la Directiva MiFID<sup>2</sup>. Empresas de este tipo son, por ejemplo, ISE, INET, Achiplago.

Los servicios que facilitan las decisiones de inversión pueden ser "sistemas de negociación por algoritmos", "sistemas de *routing* de órdenes", "sistemas de agregación de liquidez", etc. Son productos informáticos que pueden ser utilizados por los intermediarios e inversores a la hora de enviar las órdenes a los mercados. Estos servicios pueden ser proporcionados por empresas especializadas, aunque también pueden llevarse a cabo por los propios inversores como parte de sus mecanismos de decisión.

Se puede decir que se ha incrementado la capacidad de elección del "lado de la demanda" y de producción del "lado de la oferta". El resultado está siendo una mayor competencia en esta industria que se refleja en aspectos como en una reducción de *spreads* y de comisiones.

Esta mayor competencia implica que las bolsas establecidas pueden ver amenazado su negocio e incluso su supervivencia. Muchas de ellas han reaccionado cambiando su modelo de negocio con estrategias que van desde la comercialización por separado de servicios que antes se ofrecían de forma conjunta, búsqueda de fusiones o alianzas con plataformas electrónicas o con mercados de otros productos (por ejemplo, contado con derivados) o incluso refuerzo de su posición dominante en un mercado. Así, la fusión de los mercados de NYSE con Euronext refuerza su posición como lo que ha venido a denominarse "trasatlántico bursátil", la fusión de Nasdaq con Instinet implica dotar al primero de la plataforma del segundo.

A este respecto hay que recordar que los mercados bursátiles se caracterizan por la existencia de economías de escala, de alcance y externalidades de red. Así, la acumulación de participantes contribuye a aumentar el valor de la bolsa, y un mayor volumen en la producción y en la oferta de productos reduce los costes medios. Estos factores suponen una ventaja para las bolsas establecidas.

No obstante, la tecnología facilita que los mercados sean contestables, lo que supone un límite a la capacidad monopolista de las empresas de negociación. También los nuevos entrantes se benefician de la transparencia que permite a los inversores comparar precios y otras características de los servicios ofrecidos. Precisamente, los mercados electrónicos se caracterizan por tener unos menores pre-

cios al contar con unas estructuras de producción más ágiles. Por otro lado, muchos mercados electrónicos se están centrando en nichos de mercado, como la oferta de servicios especializados para determinados tipos de inversores, por ejemplo, grandes fondos de inversión.

Las iniciativas de regulación tanto en Estados Unidos (RegNMS<sup>3</sup>) como en Europa (MiFID) tienen como objetivo aumentar la competencia y para ello, aparte de garantizar el acceso al negocio en las mismas condiciones a todo participante, se imponen obligaciones de transparencia y de mejor ejecución. Este último principio obliga a los intermediarios a dirigir las órdenes de los inversores a los mercados donde las condiciones de ejecución (principalmente el precio) sean mejores.

Con libre acceso y con transparencia se consigue que todas las órdenes de negociación puedan interactuar entre sí, de forma que se limita el posible efecto negativo de fragmentación de la liquidez entre diversos participantes. De esta forma, el concepto de liquidez de un activo no se circunscribiría a cada uno de los mecanismos o mercados en los que se negocia sino que abarcaría a su conjunto. Así, la regulación conseguiría una consolidación de los mercados. No obstante, los efectos de dichas regulaciones aún no han sido contrastados ya que la RegNMS ha empezado a entrar en vigor en 2006 y la MiFID lo hará a final de 2007.

En este artículo se van a repasar, en el apartado segundo, las tendencias recientes en los mercados bursátiles europeos, señalando los movimientos más significativos. El tercer apartado se dedica a explicar los nuevos competidores en el ámbito de la negociación y la ampliación del concepto del mercado. El artículo termina ofreciendo unas conclusiones sobre el tema.

## 2. Los principales grupos bursátiles europeos

Las bolsas han transformado su naturaleza dejando en el pasado su carácter de institución cuasi pública, su estructura de gobierno mutualista y definiéndose en la actualidad como sociedades anónimas y, en muchos casos, con cotización pública. El carácter mutualista se abandonó por primera vez en 1987 por la Bolsa de Estocolmo y en la década de los años noventa y 2000 ha sido seguido por un número creciente de bolsas. El cuadro 1 muestra las fechas de desmutualización de las principales bolsas europeas.

<sup>2</sup> Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

<sup>3</sup> Regulation Nacional Market System. Final Rule Release núm. 34-51808. SEC 9 junio 2005 y Regulation Nacional Market System. Extensión of compliance dates núm. 34-53829. SEC 18 mayo 2006.

Cuadro 1

**DESMUTUALIZACIÓN DE MERCADOS DE VALORES EN EUROPA**

Año	Mercados
1993	Bolsa de Estocolmo
1995	Bolsa de Helsinki
1996	Bolsa de Copenhague
1997	Bolsa de Ámsterdam, bolsa italiana
1999	Bolsa de Islandia, bolsa de Atenas
2000	Bolsa de Londres, bolsas españolas, Euronext, bolsa alemana
2001	Bolsa de Oslo, bolsa suiza
2002	Bolsa de Budapest

Fuente: Elaboración propia.

La decisión de cotizar en algunos casos se tomó a la vez, pero en otros se retrasó varios años respecto a la desmutualización (ver cuadro 2). Así, la bolsa alemana, la Bolsa de Londres (LSE) y Euronext salieron a cotizar en febrero de 2001, y en 2006 la española BME. También en 2006 (marzo) la Bolsa de Nueva York (NYSE), salió a cotizar. La empresa que salió a bolsa fue el NYSE Group, formado por la fusión entre NYSE y el mercado alternativo Archipelago. Actualmente existen unas 20 bolsas que cotizan en el mundo y en Europa son seis: BME, Deutsche Börse, NYSE Euronext, Bolsa Helénica, LSE y OMX.

La transformación en compañías privadas ha impulsado todos los cambios que han experimentado posterior-

mente las bolsas. Estas ya no son simplemente mercados, sino en muchos casos compañías *holding* que comprenden empresas que proporcionan servicios diferentes, desde tecnología de interconexión, gestión de órdenes, soluciones informáticas para decisiones de negociación y venta de datos, hasta servicios de negociación, compensación o liquidación (véase esquema 1). Ahora las bolsas han pasado a responder ante sus accionistas y buscan la maximización del beneficio. Esto implica el desarrollo de una negociación eficiente, el diseño de nuevos productos y políticas de marketing efectivas.

Las primeras decisiones de los mercados buscaban incrementar su alcance. Así empezaron a realizarse acuerdos o alianzas entre mercados. Los acuerdos solían ser de acceso mutuo, por los cuales las entidades miembros de una bolsa podían acceder a la negociación de otra bolsa. En el caso de las alianzas, además del acceso mutuo solían incorporar otros compromisos como la adopción de una tecnología común. No obstante, en ambos casos, las normas y las características de negociación no se modificaban y permanecían las de los mercados originales independientes. Ejemplos de estas primeras fases son los acuerdos de Globex y Euroglobex. El primero, creado en 1992, era una alianza entre los mercados de derivados de Chicago Mercantile Exchange, Paris Bourse, Singapore Exchange, Bolsa de Mercaderías y Futuros de Sao Paulo, Montreal Exchange y MEFF. El segundo fue

Cuadro 2

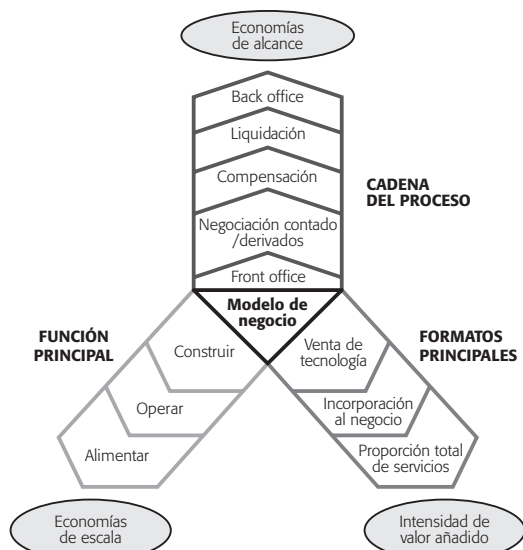
**SALIDA A BOLSA DE MERCADOS DE VALORES EN EUROPA**

Año	Mercados
1993	OMX
2000	Bolsa Helénica
2001	Bolsa de Londres, Euronext, bolsa Alemana, bolsa de Olso
2006	BME

Fuente: Elaboración propia.

Esquema 1

**MODELO DE NEGOCIO DE LA DEUTSCHE BÖRSE**



Fuentes: Deutsche Börse. Página web: deutsche-borse.com.

iniciado en 1998 e integraba a mercados de derivados franceses, españoles, italiano y portugués (Matif, Monep, MEFF, MIF, IDEM y BDO).

Como alianza cabe señalar a Norex, alianza entre las bolsas de los países nórdicos, que se inició en 1998 entre las bolsas de Copenhague y Estocolmo, a las que se unieron las de Oslo (1999) e Islandia (2000). Sus objetivos eran compartir los miembros además de hacer común el sistema de negociación y las normas y, realizar la liquidación en un único lugar. Tras estos inicios, la evolución de las bolsas nórdicas ha sido la más significativa, con la creación de un grupo empresarial que abarca también a las bolsas de los países bálticos y que comprende diversos productos. Más adelante se describe la evolución de este grupo OMX.

Además de acuerdos y alianzas, las bolsas se enmarcaron en operaciones para consolidar o aumentar su poder. Así, en algunos casos se formaban lo que se conocía como "campeones nacionales", que implicaba la agrupación de los diversos mercados existentes en un país bajo una única marca y posteriormente en un mismo grupo empresarial. BME puede ser un ejemplo de ello. En otros casos, la decisión fue agregar todas las fases de la negociación en una misma estructura, de forma que se logaran economías de alcance. Esto implicaba una integración vertical del proceso productivo y lograba un ahorro de costes. No obstante, también conllevaba importantes efectos restrictivos de la competencia, dado que la decisión de comprar valores en un mercado obligaba a realizar la compensación y la liquidación en las estructuras incorporadas a dicho mercado. El grupo de Deutsche Börse es el principal ejemplo, aunque también lo son BME y Borsa Italiana.

Otro mecanismo para incrementar la posición de los mercados era la expansión o integración horizontal mediante la unión de diversos mercados de negociación, pero dichas uniones no abarcaban a las demás etapas del proceso (compensación y liquidación). Hubo varios intentos en este sentido, como el proyecto firmado en 1998 por ocho bolsas europeas, pero el que se realizó con éxito fue Euronext en 2000, que unió en una primera etapa las bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas, a la que se agregó posteriormente la de Lisboa y Oporto.

No obstante, esta caracterización de las operaciones corporativas entre mercados ha quedado superada por los acontecimientos. No se pueden caracterizar los movimientos actuales como verticales u horizontales simplísticamente. Lo único cierto es que los mercados se han transformado en empresas con diferentes estructuras societarias y con distintas estrategias de negocio. Las fusiones y acuerdos se han ido ampliando para abarcar a otros servicios como la contrapartida central, los de compensación y los de liquida-

ción. También se están realizando fusiones entre mercados al contado y de derivados o entre los primeros y plataformas electrónicas (ATS o MTF).

Parece que el futuro del negocio se encuentra en las bolsas de Asia y en los mercados de derivados. El atractivo de las bolsas asiáticas se explica porque la gran mayoría de las empresas que están siendo privatizadas en la región deciden cotizar allí, con lo que la negociación en esos mercados muestra un gran dinamismo. Esto ha llevado a la NYSE a firmar acuerdos de alianzas con las Bolsas de Tokio y la India.

Respecto a los movimientos hacia los mercados de derivados, la NYSE tiene el LIFFE a través de su fusión con Euronext, Deutsche Börse tiene el propósito de comprar ISE, aunque ya cuenta con el mercado Eurex, y Nasdaq planea lanzar un mercado de opciones.

El interés en los mercados de derivados se debe a que sus valoraciones suelen ser superiores a las de los mercados de acciones. La negociación en estos mercados crece más que en los mercados de contado porque no tienen las limitaciones ni del número de acciones cotizadas ni del ciclo económico. Además, tienen sus propios productos que no son comercializables por otros (aunque sí replicables). También los mercados de derivados suelen contar con sus propios sistemas de liquidación y estos están extendiendo la oferta de sus servicios a las transacciones OTC, como los *swaps*.

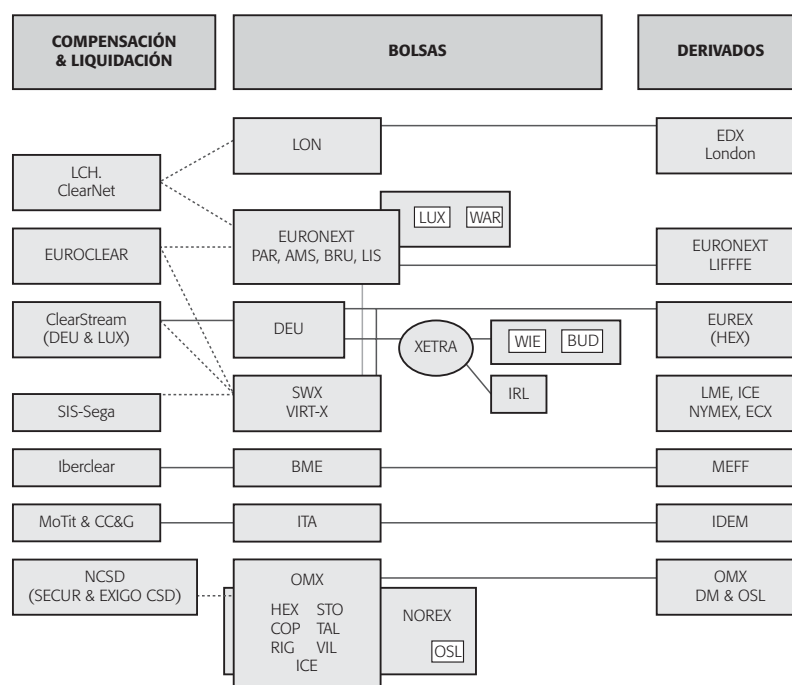
Es decir, el panorama es complejo y además es difícil realizar predicciones sobre cómo será la situación final de los mercados. En el esquema 2 se incluye, sucintamente, los elementos principales que componían los grandes mercados europeos a finales de 2006; es decir, los sistemas de compensación y liquidación, los mercados al contado y los mercados de derivados. No obstante, la realidad es más compleja ya que hay relaciones con mercados americanos o con plataformas electrónicas que no quedan reflejados en este esquema y, sobre todo, dinámica, ya que en el período transcurrido de 2007 se han producido importantes cambios.

## 2.1. La consolidación de los mercados

A veces se compara el proceso de consolidación de las bolsas europeas con lo acontecido en Estados Unidos, donde el número de bolsas descendió desde más de 100 hasta siete entre 1929 y los años ochenta. En Europa, los movimientos de consolidación de los mercados se han empezado a producir a finales de los noventa y actualmente siguen teniendo lugar. Algunos de los beneficios esperados ya están siendo visibles.

Esquema 2

## RELACIONES ENTRE SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN, BOLSAS Y MERCADOS DE DERIVADOS EN 2006



Fuente: Federación Europea de Bolsas, FESE.

Es difícil predecir cuál será la estructura dominante en los mercados europeos aunque ya son evidentes algunas tendencias. Una de ellas es la consolidación regional en el norte y centro de Europa. El principal beneficio de la consolidación son las economías de escala, que se generan cuando aumenta el tamaño del operador y realiza más operaciones. El mercado también se beneficia de la estandarización del formato de negociación, consecuencia de un sistema de negociación común, de reglas iguales y de una única lista de empresas admitidas a cotización.

Por su importancia en Europa, se va a comentar la evolución de (i) OMX; (ii) Euronext; (iii) Deutse Börse y (iv) London Stock Exchange. Se hacen también algunos comentarios de los otros dos mercados europeos incluidos en el esquema 1, SWX y BME, y sobre el proyecto Equiduct.

**(i) OMX**

La historia de los mercados nórdicos comienza con el establecimiento por la compañía OMX<sup>4</sup> de un mercado de

<sup>4</sup> Inicialmente su nombre era OM. Posteriormente con la fusión con HEX pasó a llamarse OMHEX y cambió a OMX a mediados de 2004.

derivados en 1985 que salió a cotización en 1987. Este mercado, en 1991, fue el primero que ofreció un sistema integrado de negociación de derivados y su compensación. El mercado de derivados de OMX se fusionó con la Bolsa de Estocolmo en 1988, mismo año en que las bolsas de los países nórdicos formaron la alianza Norex en la que adoptaron inicialmente una plataforma de negociación común y posteriormente unificaron las normas y la relación de miembros para toda la alianza.

En 2002, se formó el mercado de derivados EDX con la participación de OMX y London Stock Exchange. A partir de entonces, OMX comenzó un importante proceso de fusiones y de ampliación del negocio. En 2003, OM se fusionó con HEX, sistema de gestión conjunto de las bolsas de Tallin, Riga y Helsinki, y al año siguiente adquirió la bolsa de Vilnius; en 2004 se fusionó con la Bolsa de Copenhague y en 2006 con la de Islandia. Es posible que se terminen de unir otras bolsas del grupo Norex, como la de Oslo o Helsinki.

OMX tiene actualmente un mercado nórdico (Nordic Exchange) de acciones que opera con las licencias de las bolsas incluidas; es decir OM Nordic Exchange Copenhague, Estocolmo, Helsinki e Islandia. El mercado



de derivados es OMX Derivatives Market. Además, cuenta con licencia para operar un sistema de contrapartida central para derivados. Por otro lado, el grupo OMX también opera el mercado báltico (Baltic Exchange), formado por las bolsas de Tallin, Riga y Vilnius. Con todas estas decisiones se pretende incrementar la liquidez y la eficiencia de los mercados nórdicos, lo que se está traduciendo en una importante reducción de costes. Para los clientes resulta más cómodo tener una única lista de cotización y unos mismos requisitos de cotización, lo que se va extendiendo para todas las bolsas de la alianza Norex.

Las últimas decisiones de OMX han consistido en el lanzamiento en la primavera de 2007 de dos mercados alternativos o plataformas para empresas pequeñas, First North y First North Baltic, que tendrá estatus de MTF según terminología de la MiFID<sup>5</sup>. También en mayo de 2007 los consejos de Nasdaq y del grupo OMX han anunciado su intención de unir ambas empresas.

### (ii) Euronext

El holding Euronext N.V. se formó, bajo la jurisdicción holandesa, en septiembre de 2000 por la fusión de las bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas, creando el primer mercado de acciones pan-europeo. En enero de 2002, adquirió el mercado de derivados inglés LIFFE y se fusionó con la Bolsa de Lisboa y Oporto. La integración de los mercados de Euronext se completó en 2004 con la adopción de una única plataforma para los productos de contado (NSC) y otra para los derivados (LIFFE CONNECT).

Euronext cuenta con los servicios de compensación y de contrapartida de LCH Clearnet, formada en 2003 por la fusión de London Clearing House (LCH) y Clearnet. Por otra parte, Euronext trabaja desde 2001 con Euroclear como proveedor de servicios de compensación y liquidación, en la que se han integrado los servicios de compensación y liquidación franceses (2001), holandeses (2002) y belgas (2005).

Por otra parte, Euronext ha realizado algunas operaciones corporativas junto con la Borsa Italiana, con la que ha formado en 2005 un *joint venture* (51: 49), MBE, a través del cual ha tomado una participación en MTS. MTS es un mercado alternativo o plataforma electrónica para activos de renta fija, que en Europa ha logrado una importante cuota de liquidez.

Euronext rechazó la oferta de Deutsche Börse en mayo de 2006, pero en junio de 2006 aceptó la oferta de NYSE

por 7,8 m. m. de euros, que se ha terminado de llevar a cabo en abril de 2007. La unión de ambos supone la creación de un mercado con una capitalización de 15 m. m. de euros.

La estructura de negocio de Euroclear se basa principalmente en la negociación de contado (27 por 100), de derivados (37 por 100), servicios de información (10 por 100) y ventas de *software* (16 por 100).

### (iii) Deutsche Börse

El grupo Deutsche Börse ha protagonizado varios intentos fallidos de fusionarse con la London Stock Exchange, datando el primero del año 2000, cuando pensaron en formar conjuntamente el mercado iX, que finalmente no salió adelante por la oposición de los miembros de la Bolsa de Londres. En diciembre de 2004, Deutsche Börse lanzó una oferta nuevamente de 2 m. m. de euros que fue rechazada. No sólo se planteaban cuestiones de dinero, sino que tampoco ninguna de las partes deseaba que se transfirieran funciones a la otra localización.

A pesar de esos intentos fallidos, Deutsche Börse es un negocio próspero especialmente por la comercialización que ha hecho de su plataforma tecnológica (Xetra), sus índices (DAX), la actividad del mercado de derivados Eurex y los ingresos de compensación y liquidación de Clearstream.

Deutsche Börse se ha transformado desde 1998 de forma radical, ya que en esa fecha era un simple mercado de acciones y en la actualidad es una empresa global. En 1993, la Bolsa de Frankfurt se transformó en Deutsche Börse AG, que es el operador del mercado de Frankfurt y cabeza del holding.

La evolución empresarial del Deutsche Börse ha estado vinculada a su comercialización de productos tecnológicos y de información. Por ejemplo, este es el caso del índice DAX que fue iniciado en 1988 y que se ha establecido como una referencia internacional. También se comercializa Xetra, el sistema de negociación electrónica que comenzó su andadura en 1997.

Por otro lado, Deutsche Börse también obtiene gran parte de sus ingresos de la actividad de las filiales. Así, hay que señalar que el mercado de derivados Eurex es el mayor del mundo. Clearstream le proporciona cerca del 40 por 100 de sus ingresos (700,3 millones euros sobre un total de 1.854,2 millones). Eurex aporta un 32 por 100, mientras que el tercer lugar corresponde a Xetra (17 por 100). El resto se reparte entre la venta de tecnología de información, y datos y análisis.

<sup>5</sup> Ver sección siguiente.

Aparte de llevar a cabo diversas iniciativas de nuevas familias de índices y de segmentos de negociación de acciones, también ha introducido la negociación de índices de fondos de inversión y de materias primas.

Parece que los esfuerzos empresariales de la Deutsche Börse se han centrado en los segmentos ya establecidos, aunque tengan voluntad de que sean atractivos para los intermediarios internacionales. A pesar de ello, no ha dejado de lado los planes de expansión internacional y en abril de 2007 ha anunciado el proyecto de fusión con el segundo mercado de derivados norteamericano (detrás del Chicago Board of Trade), el International Securities Exchange (ISE) por 2,8 mil millones de dólares.

#### (iv) London Stock Exchange

La Bolsa de Londres fue una de las que primero sustituyeron la negociación de viva voz por la vía electrónica o telefónica dentro del movimiento que se denominó "big bang" en 1986. En 1997 se introdujo el sistema de negociación electrónica SETS para mejorar la eficiencia y la velocidad del mercado. En ese año se lanzó el sistema de liquidación CREST.

Su incursión en el negocio de los derivados de acciones se produjo en 2003 cuando se creó EDX London, conjuntamente con OMX. En ese año se adquirió la empresa Proquote Limited, que ofrece servicios de datos de mercado en tiempo real, así como sistemas de negociación.

Respeto a operaciones corporativas con otras bolsas, hay que señalar que la London Stock Exchange ha estado en el punto de mira de muchas empresas. Ha recibido ofertas de Deutsche Börse, de Euronext, del banco australiano Macquarie Bank Ltd o de Nasdaq. Por su parte Nasdaq ha estado comprando acciones de London Stock Exchange desde que esta rechazó su oferta y su participación se acerca al 25 por 100 (24,1 por 100 en junio de 2006).

La operación corporativa más reciente ha sido el acuerdo de fusión alcanzado el 23 de junio de 2007 entre la London Stock Exchange y Borsa Italiana. La nueva empresa se integrará en el *holding* London Stock Exchange Group plc y saldrá a cotización tanto en Londres como en Italia.

Esta unión implica que se crea una empresa que aglutina el mercado de acciones con mayor capitalización en Europa, mercados de derivados y de fondos cotizados (EDX y IDEM) y un mercado electrónico de renta fija, dado que Borsa Italiana tiene una participación importante en la pla-

taforma electrónica MTS. También el grupo se beneficiará de la cámara de contrapartida central y del depositario de Borsa Italiana.

#### (v) SWX

La bolsa suiza (SWX) forma parte de un holding (SWX Group) que incorpora la empresa de venta de datos EXFEED, el joint venture con la Deutsche Börse para negociar productos estructurados<sup>6</sup> y un 33 por 100 participación en la empresa STOXX que comercializa índices de mercado.

Por su parte, la bolsa SWX posee el mercado para blue-chips virt-X y el 50 por 100 del capital del mercado de derivados Eurex (participado en igual proporción por Deutsche Börse).

Además, SWX Group, tiene relación con el sistema de compensación, custodia y contrapartida SIS Swiss Financial Services Group y con el de pagos Swiss Interbank Clearing. Estas empresas no pertenecen a un mismo holding, pero coordinan sus actividades entre sí. No obstante, en los primeros meses de 2007 se ha anunciado los planes de fusión de los grupos SWX, SIS y Telekurs (dedicado a sistemas de pago).

Las empresas que prestan servicios de liquidación a virt-X son CrestCo, Euroclear Bank and SIS SegalInterSettle y a la bolsa SWX son Clearstream International, Euroclear Bank and SIS SegalInterSettle.

#### (vi) BME

Los mercados españoles son los que ofrecen menor grado de integración europeo en la actualidad. Su integración ha sido exclusivamente nacional. En una primera etapa se unieron los mercados de derivados MEFF, con el de renta fija AIAF y la plataforma tecnológica SENAF en MEFF Holding en octubre de 2001. A finales de ese año, se formó el *holding* Bolsas y Mercados Españoles (BME) en el que se ingresan, además del anterior, las cuatro bolsas de valores españolas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia), y la sociedad de compensación y liquidación Iberclear.

Dentro de BME, también se incluye una empresa de consultoría sobre mercados de valores (BME consulting) y las plataformas Latibex, dedicada a acciones de países la-

<sup>6</sup> De momento recibe los nombre de "Börse Frankfurt Smart Trading" en Alemania y en Suiza: "SWX Quotematch".

tinoamericanos y MAB, dedicada a acciones y participaciones de instituciones de inversión colectiva, pequeñas empresas y otros instrumentos especiales. MEFF Holding también cuenta con empresas dedicadas al desarrollo y explotación de sistemas informáticos.

(vii) *Equiduct*

Un proyecto en ciernes es el de Equiduct, un mercado pan-europeo que espera estar operativo en febrero de 2008. Equiduct ha presentado su propuesta para registrarse como operador de mercado ante la Comisión de Banca, Financiera y Seguros belga.

Al ser operador de mercado podrá gestionar tanto mercados regulados como plataformas electrónicas o MTF, pero en principio su plan es la creación de un mercado regulado dado que tiene como objetivo atraer participantes de fuera de la Unión Europea que, a veces, tienen limitaciones para negociar valores en mercados no-regulados. También considera que la negociación en mercados regulados seguirá manteniendo un estatus de calidad frente a otras alternativas. No obstante, su registro le permitirá gestionar MTF si se decidiera a ello.

Su tecnología es una versión mejorada de la utilizada por Easdaq que pretende reducir las comisiones y acelerar la ejecución. Según han anunciado una transacción cos-

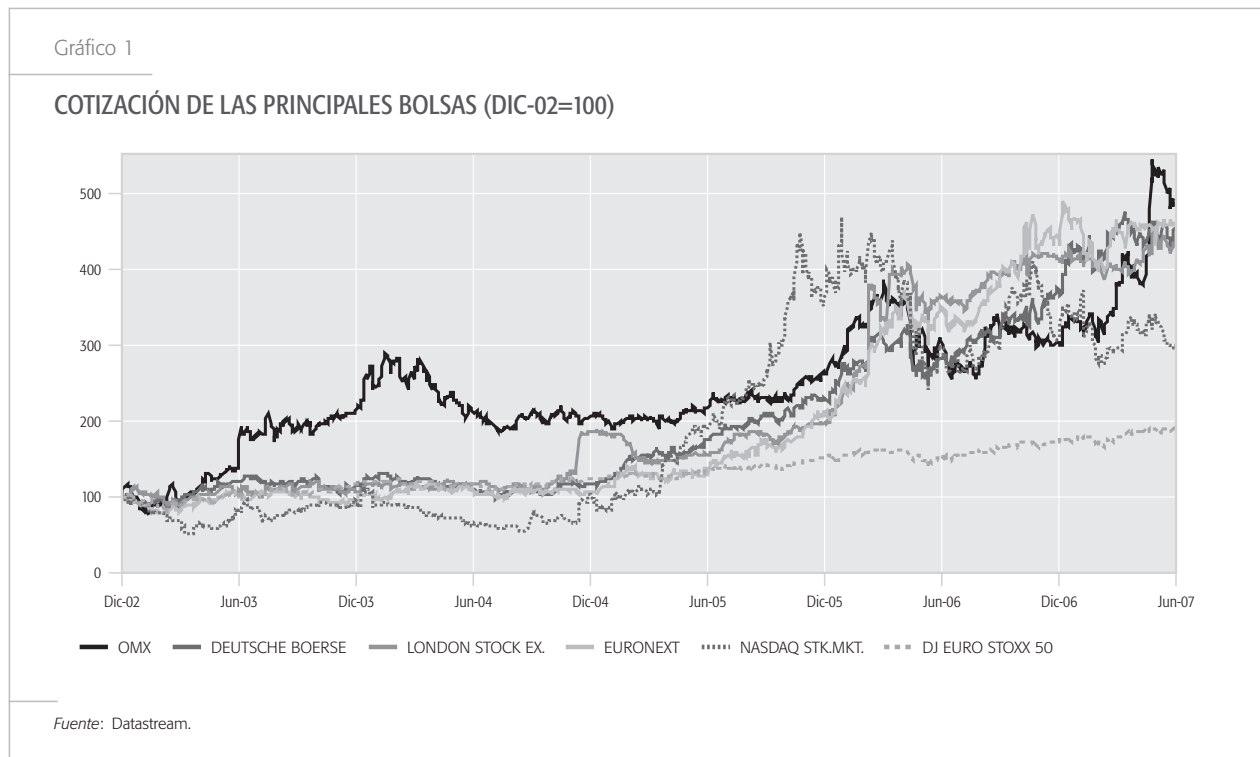
taría un máximo de 0,90 euros y tardaría 10-15 milisegundos. Esto les situaría en una muy buena posición para cumplir los requisitos de mejor ejecución.

2.2. Las bolsas como empresas cotizadas

Las bolsas europeas se han caracterizado por su eficiencia y rentabilidad, como se refleja en los precios de sus acciones en los últimos años (véase gráfico 1). Las bolsas son un negocio debido a que el papel de los mercados de valores en el sistema financiero es cada vez mayor. Así, por ejemplo, cabe señalar que el valor de las acciones negociadas mundialmente se incrementó un 28 por 100 en 2006 hasta 69,8 billones de dólares.

Los márgenes de beneficio de las bolsas han aumentado mucho en los últimos tiempos. El ROE creció a una media anual del 26 por 100 entre 2001 y 2005. No obstante, ese ritmo parece difícil de sostener dada la presión que se está produciendo sobre los costes, en especial para afrontar la competencia de los mercados alternativos ATS/MTF, cuya ventaja radica en la agilidad y costes bajos. El cuadro 3 muestra como se ha producido una contención de costes en las principales bolsas.

Como se ha comentado anteriormente, las estrategias empresariales de las bolsas son diferentes y por lo tanto varía la fuente de sus ingresos. Algunas bolsas poseen cá-





Cuadro 3

## RATIO DE COSTES/INGRESOS (PORCENTAJE)

	2005	2006
Athenas	45	—
BME	38	34
Deutsche Börse	66	55
Nasdaq	47	27
NYSE Euronext	67	63
London Stock Exchange	71	50
OMX	71	68

Fuente: Bank of Finland Financial Market Report, 2, 2007.

maras de contrapartida central o depositarios, lo que hace que esos servicios sean una fuente de ingresos significativa, como es el caso de Deutsche Börse.

En el caso de la London Stock Exchange, gran parte de los ingresos proviene de la admisión a cotización (incluyendo el mercado alternativo para pequeñas empresas AIM), en mucha mayor proporción que en otras bolsas europeas continentales. Otra fuente importante de ingresos de la London Stock Exchange es la venta de información. En otras bolsas, como es el caso de OMX, los servicios de IT y de negociación constituyen una fuente de ingresos importante. En Euronext, la estructura de ingresos está bastante equilibrada entre negociación al contado, derivados, compensación y liquidación, y venta de información.

### 3. Las plataformas de negociación (ECN/MTF)

En la década de los años noventa, las plataformas electrónicas de negociación (ECN) comenzaron a desarrollarse en Estados Unidos, donde los mercados bursátiles seguían siendo de viva voz. En 1998, el regulador de los mercados bursátiles americanos (Securities Exchange Comisión, SEC) les obligó a registrarse como *broker-dealers* o como bolsas, que tenían mayores requisitos y capacidad operativa. En esos años estas plataformas consiguieron intermediar porcentajes nada despreciables tanto de empresas cotizadas en Nasdaq (alrededor de un 25 por 100) o en la Bolsa de Nueva York (un 5 por 100). Sin embargo, a partir del año 2000 se produjo una

tendencia hacia su consolidación y se redujo su número. Así, por ejemplo en 2001 Archipelago compró REDiBook y en 2002 GlobeNet. Por su parte, Instinet y Island ECN se fusionaron en INET ATS en 2002.

Las plataformas (MTF en terminología MiFID) se empezaron a desarrollar también en Europa a finales de los años noventa pero no han tenido éxito, lo cual se atribuye a diferentes razones<sup>7</sup>:

— Los mercados bursátiles establecidos ya contaban con sistemas electrónicos, por lo que no aportaban mucho.

— La liquidez de los valores estaba concentrada en el mercado donde la empresa estaba admitida a cotización y no fragmentado entre diferentes mercados, como era el caso en Estados Unidos.

— Muchos países tenían establecidas reglas de concentración que obligan a que las transacciones de valores se realicen en mercados regulados.

La mayoría de ECN/MTF que intentaron establecerse en Europa fracasaron, como es el caso de Jiway. Las que tuvieron éxito se dirigieron a nichos específicos como la negociación de bloques, como fue el caso de POSIT o Liquidnet, o se dedicaron a negociación de deuda pública, como es el caso de MTS o Eurex Bonds, mercados descentralizados, en general, en los que una plataforma proporciona valor añadido.

Los últimos movimientos que se están produciendo son fusiones entre ECN/MTF y bolsas tradicionales, como es el caso de la Bolsa de Nueva York con Archipelago o Nasdaq con Instinet (INet). Para Archipelago esta unión supone un refuerzo en su posición, que se había visto minorada tras la fusión entre Nasdaq e Instinet, que intermedian entre un 60 y un 65 por 100 del mercado OTC. Archipelago tiene un 22 por 100 de dicho mercado.

Estas uniones indican que las bolsas tienen interés en estos mecanismos. Además, la tendencia es que muchos inversores cada vez más realizan sus decisiones de inversión mediante algoritmos de negociación, comparadores automáticos de precios u otros sistemas basados en programas informáticos, que se conectan de forma automática con las plataformas de negociación.

Por otro lado, en anticipación a la MiFID, muchos mercados bursátiles europeos están desarrollando ECN/MTF. Hay que señalar que la MiFID descarta la regla de concentración de mercados y considera que la negociación de

<sup>7</sup> GOMBER, GSELL (2006).

valores puede llevarse a cabo en mercados regulados (bolsas), MTF o por internalizadores sistemáticos.

La definición de mercados regulados según la MiFID coincide con la definición previa existente en Europa: son sistemas multilaterales de negociación, cuyo funcionamiento o gestión se realiza por un operador de mercado, que ponen en contacto o lo facilitan a múltiples partes compradoras o vendedoras en activos financieros, según sistemas y reglas no discriminatorios, de manera que se producen como resultado contratos respecto a los activos financieros admitidos a negociación. La definición de la MiFID de los MTF es muy similar; la diferencia fundamental es que no tienen activos financieros admitidos a negociación por lo que esta se hace sobre activos que tienen que estar admitidos en algún mercado regulado. Los MTF pueden ser operados por un mercado regulado o por una empresa de inversión. Por último, los internalizadores sistemáticos son definidos como empresas de inversión que de forma organizada, frecuente y sistemática negocian por cuenta propia ejecutando órdenes de clientes fuera de un mercado regulado o de un MTF.

La MiFID impone las mismas condiciones de transparencia pre y postnegociación a los mercados regulados y a los MTF. En el caso de los internalizadores sistemáticos, las obligaciones de transparencia postnegociación son también las mismas, pero los requisitos prenegociación son menores, debido al riesgo de exposición que tienen.

Hay diferentes opiniones sobre cuáles serán las consecuencias de la aplicación de la MiFID sobre los MTF y sobre los internalizadores sistemáticos. Para muchos, los MTF constituyen una vía fácil de penetración en mercados domésticos, lo que explica las decisiones de algunas bolsas de establecer estos mecanismos o de adquirir MTF ya existentes. También existe la idea de que para las empresas de inversión es más atractivo establecer MTF en lugar de ser internalizadores sistemáticos, debido a las obligaciones de transparencia de éstos últimos.

Entre las decisiones recientes se pueden señalar el lanzamiento de First North por OMX, y la fusión entre Instinet y Chi-X.

Instinet es una empresa de inversión global que ofrece servicios de negociación y tecnología. Su origen se remonta a 1969 cuando ofrecía servicios de red electrónica de negociación. Posteriormente, extendió su oferta a servicios de acceso electrónico directo a las bolsas, sistemas de gestión de órdenes, etc. En 1997, fue reconocido como ECN por la Securities Exchange Commission (SEC). Instinet salió a bolsa en 2001 y su nombre de cotización quedó en INET. En los últimos años ha desarrollado algo-

ritmos de negociación y sistemas de mejor ejecución, entre otros productos. En 2007, el grupo ha sido adquirido por Nomura Holdings.

Ahora Instinet Chi-X es una filial de Instinet Europe y un MTF registrado por la Financial Services Authority (FSA). Chi X es el primer MTF pan europeo y en enero de 2007 anunció que incorporaba los servicios de un proveedor de soluciones de conectividad, ULLINK que permite enviar las órdenes al mejor mecanismo de ejecución, según los requisitos establecidos por el cliente para cumplir la política de mejor ejecución que establece la MiFID.

También hay proyectos de MTF por entidades financieras. En este caso destaca el Proyecto Turquoise que fue iniciado por siete bancos de inversión: Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley y UBS. Su propósito es crear un MTF que pueda competir con la LSE y otras bolsas europeas. El proyecto contemplaba que su comienzo tendría lugar en noviembre de 2007 cuando la MiFID entra en vigor. Gran parte de los participantes en los mercados son escépticos porque piensan que es muy ambicioso. Muchas bolsas señalan que, en otras ocasiones, se han anunciado proyectos similares que no se han realizado.

En la primavera de 2007, seleccionaron a EuroCCP cómo proveedor de servicios de compensación y liquidación. EuroCCP es una filial de DDTCC (Depository Trust & Clearing Corporation); está localizada en Londres y supervisada por la FSA. EuroCCP trabajará con Citigroup Global Transaction Services como proveedor de servicios de liquidación. Con estos proveedores, los servicios de compensación y liquidación se realizarán en una única plataforma, lo que reducirá sus costes. EuroCCP tiene el propósito de firmar el Código de Conducta en Compensación y Liquidación para bolsas europeas y depositarios centrales, preparado por la Comisión Europea en noviembre 2004.

Un objetivo del Proyecto Turquoise es conseguir que las bolsas, en especial la LSE, reduzcan comisiones, según dicen, hasta la mitad de las actuales. El volumen de negociación de los bancos que forman parte del proyecto se acerca al 50 por 100 del total de volumen negociado en acciones en Europa. No obstante, no descartan fusionarse después o asociarse con alguna bolsa europea.

#### 4. Conclusiones

Los mercados de valores mundiales se encuentran en pleno cambio. Una primera etapa de él tuvo lugar cuando se empezó a introducir la negociación electrónica, una se-

gunda, se puede considerar el cambio de modelo de gobierno dejando atrás la estructura mutualista y la tercera, se refiere a la definición de las estrategias de negocio. Los mercados de valores deben analizarse como empresas dentro de la industria de intermediación de valores.

Los cambios que se están produciendo afectan, por una parte, a la estructura productiva que cada mercado quiere definir. Hay mercados que se están estructurando como *holdings* que aglutinan distintas empresas de negociación de contado, derivados, compensación, tecnología, datos, etc. La especialización y el alcance de la oferta de productos están variando y, tras una primera fase de aglutinar y crear empresas, no es descartable que se produzcan segregaciones de algunas de las participadas en el futuro.

Por otra parte se están produciendo cambios que afectan al alcance geográfico de los mercados. Así, se ve que tras los movimientos de mercados nacionales europeos por alcanzar una dimensión pan-europea, ahora los movimientos buscan establecer lazos entre mercados europeos y norteamericanos, y también se están empezando a ver intereses de los mercados americanos por las bolsas asiáticas.

Gran parte de esta situación se encuentra promovida por la regulación introducida tanto en Estados Unidos como en Europa relativa a los mercados regulados. Primero en Estados Unidos y actualmente en Europa, la normativa reconoce como mecanismos de negociación de valores a plataformas electrónicas (ECN o MTF según la terminología americana o europea respectivamente) en igualdad de condiciones con las bolsas de valores establecidas. Estas plataformas tienen estructuras más dinámicas, producen menores costes y tienen facilidad en la extensión de su oferta de forma transnacional. Los movimientos que se están registrando en las bolsas tradicionales pueden verse como respuesta a la amenaza competitiva del nuevo entorno regulatorio o como aprovechamiento de las oportunidades que les proporciona la estructura societaria.

Los cambios que se están produciendo responden a distintos objetivos: extender el alcance geográfico, ampliar la

oferta de productos no solo de negociación sino tecnológicos o de otro tipo, consolidar las posiciones, reducir costes, etcétera.

El mapa futuro de los mercados de valores en Europa es difícil de prever actualmente. Tras una etapa, que todavía no se ha producido, de competencia entre distintos mecanismos y vías de negociación, es factible que se produzca un movimiento hacia la consolidación en un número reducido de infraestructuras de negociación y de compensación y liquidación, dadas las economías de escala, alcance y red de la industria. Por otro lado, no sería descartable que las empresas de servicios auxiliares actualmente dentro de la estructura de *holding* de los mercados (venta de datos, índices, soluciones informáticas, tecnología, etc.), segregándose o no de los holding, se vieran sometidas a la competencia de nuevos proveedores de origen no bursátil.

### Bibliografía

- DI NOIA, C. (1999): "The stock-exchange industry: network effects, implicit mergers, and corporate governance", *Quaderni di Finanza*, núm. 33, CONSOB, marzo.
- European Commission (2006): *Competition in EU securities trading and post trading. Issues paper*, Working Document, 24 mayo.
- GOMBER, P. y GSELL, M. (2006): *Catching up with technology. The impact of regulatory changes on Ecos/MTFs and the trading venue landscape in Europe*, Discusión papers 02/2006, Efinance lab, Johann Wolfgang Goethe, Universität Frankfurt am Main.
- KASCH-HAROUTOUNIAN, M. y THEISSEN, E. (2007): *Competition between Exchanges: Euronext versus Xetra*, Working Document, núm. 2007/19, Center for Financial Studies.
- LEE, R. (1998): *What is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, Oxford University press.
- O'HARA, M. (2000): "The Future of Stock Markets", *TIAA-CREF Investment Forum*, 4 (1), págs. 11-12.
- PAGANO, M. y RÖELL, A. (1990): "Trading Systems in European Stock Exchanges: Current Performance and Policy Options", *Economic Policy*, 10, april, págs. 64-115.
- (1998). "The Changing Microstructure of European Equity Markets", en FERRARINI, G., *European Securities Markets: the Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law International.