

# LA REFORMA DEL MERCADO DE VALORES

En este artículo, **Raimundo Ortega** realiza un detallado estudio de la reforma del mercado de valores puesta en marcha por la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. Parte el autor de una descripción de los rasgos fundamentales de esta ley para, a continuación, analizar la pieza crucial de la reforma: la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Continúa con el estudio de las principales características de las sociedades y agencias de valores, otra de las novedades relevantes aportadas por la Ley, para concluir con una serie de consideraciones en torno a la situación y perspectivas del mercado de valores español en el marco del cada vez, al parecer, más próximo mercado único europeo.

## I. INTRODUCCION

**L**A Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cerró un largo capítulo, iniciado diez años antes con el *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores* y jalonado por vacilaciones, medidas parciales y errores de bulto. Esta Ley —de ahora en adelante, LMV— reconoce de entrada la necesidad de una reforma global del mercado de valores, reforma tanto más perentoria cuanto que a partir de 1993 nuestros mercados se van a enfrentar al reto de la competencia en el marco de un mercado único europeo.

Parece, por tanto, un nuevo acierto de PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA la inclusión en este número de algunos comentarios a las consecuencias que la LMV ha tenido sobre nuestro mercado de valores. Por lo tanto, en este artículo intentaré, primero, hacer una breve descripción de los rasgos más generales de la LMV, para, en una segunda parte, centrarme en lo que quizá sea la pieza básica de la reforma, es de-

cir, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y las competencias que se le atribuyen. En los dos últimos apartados analizaré el perfil de los nuevos mediadores —sociedades y agencias de valores—, así como los problemas y retos a los cuales han de enfrentarse en el futuro más inmediato, para concluir con unas reflexiones relativas al papel que nuestro mercado de valores puede jugar en el contexto del mercado único europeo.

## II. LA LEY DEL MERCADO DE VALORES: ¿UN MARCO COMPLETO?

Un somero análisis de la LMV pone de relieve los siguientes rasgos básicos:

1. Es un texto que «reposa» —por utilizar la terminología de la exposición de motivos de la propia Ley— en el concepto de «valores». Pero, paradójicamente, no define qué debe entenderse por tales. El legislador reconoce que se trata de un «concepto difícil de definir de forma escueta

en el articulado de un texto legal», para añadir a continuación que se abandona «la relación biunívoca dominante hasta hoy entre el mercado de valores y los «títulos-valores», y precisar que se introduce la importante novedad de que los valores puedan representarse mediante anotaciones en cuenta...».

La LMV se conforma con destacar, en su artículo 2, dos notas que, al parecer, juzga consustanciales con el concepto de *valor*: la «negociabilidad» y «la agrupación en emisiones». Pero el problema es que tampoco se acotan nítidamente esas dos notas. La «negociabilidad» se refiere a la existencia de un mercado caracterizado por el predominio de los términos económicos de la transacción respecto a los personales de quienes intervienen en la contratación. Por desgracia, el lector no encontrará, ni en el título III —«mercado primario de valores»—, ni en el título IV —«mercados secundarios oficiales de valores»—, ninguna referencia esclarecedora, más bien lo contrario, respecto a qué es un mercado. En cuanto a la nota de «agrupación en emisiones», el concepto clave es que los valores sean «homogéneos». Pero cuáles son los criterios de homogeneidad es algo que la LMV deja a un desarrollo reglamentario que todavía no se ha producido, y que será de la mayor importancia, pues de él dependerá la posibilidad de considerar como valores a determinados títulos o anotaciones en cuenta.

A esta importante laguna se une otra de no menor importancia, a la que se ha hecho referencia antes: la ausencia de definición del «mercado». Volveremos sobre este punto.

2. La Ley proclama el principio de libertad de emisión y de

colocación de los valores emitidos, pero impone la obligación de comunicación previa a la CNMV, así como su registro de los proyectos de emisión y de folleto informativo. De la agilidad con que tales trámites previos se evacúen dependerá que el principio de libertad de emisión establecido por la LMV —con las excepciones desarrolladas en la Orden Ministerial de 14-2-89— se respete o quede convertido, en la práctica, en buenas intenciones simplemente. Igual sucederá con la libertad de colocación conferida al emisor, pues un desarrollo reglamentario que imponga excesivos requisitos, u obligaciones injustificadas, a las personas y entidades que habitualmente intervienen en los procesos de colocación puede reducir prácticamente a la nada la manifestación de liberalidad contenida en los principios de la Ley.

3. La LMV regula, en su título III, el mercado primario de valores bajo el principio de libertad de emisión, si bien se someten al régimen de autorización previa determinadas modalidades —artículo 25 *a)*, *b)*, *c)* y *d)*. Por su lado, el título IV dispone que existirán tres tipos de mercados secundarios oficiales: las bolsas de valores, el mercado de deuda pública representada mediante anotaciones en cuenta y «aquellos otros de ámbito estatal y referentes a valores representados mediante anotaciones en cuenta que se creen en virtud de lo previsto en el artículo 59».

La Ley, después de esa enumeración, establece las disposiciones generales referentes a materias tales como los criterios de admisión, suspensión y exclusión de valores de negociación; requisitos de auditoría a que deben someterse los emisores; obligatoriedad de intervención de un

miembro del mercado en las transmisiones por compraventa realizadas sobre valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial; normas de actuación de los miembros de los mercados secundarios oficiales; posibilidades de establecimiento por el gobierno de criterios de protección del inversor y buen funcionamiento de los mercados; amén de proclamar el principio de libertad de retribuciones, principio inmediatamente corregido, de acuerdo con la más clásica línea intervencionista, por la disposición final primera y el Real Decreto 949/1989, de 28 de julio.

En todo caso, y volviendo a la cuestión de la definición o no de lo que se entiende por mercado, los capítulos II, III y IV del ya citado título IV se refieren a las tres clases de mercados secundarios contemplados por la LMV y definen el objeto de contratación, los miembros y los órganos rectores de las bolsas de valores o quién gestiona la Central de Anotaciones, pilar sobre el que se sustenta el mercado de deuda pública anotada. Pero en vano se buscará una definición de qué se entiende por mercado.

La cuestión no es, ni mucho menos, baladí, pues como se indicó antes, la primera nota definitoria de lo que es un valor es la de su «negociabilidad» y ésta, a su vez, viene determinada por la existencia de un mercado. Esta sensación de desconcierto es aún mayor cuando se piensa que el empeño no era tan difícil.

Históricamente, los mercados nacieron como lugares abiertos o edificios en los cuales los comerciantes o intermediarios se reunían para llevar a cabo sus transacciones. Inmediatamente, se hicieron presentes tanto la necesidad de establecer servicios

de protección de los clientes frente a posibles fraudes como la de autoimponerse normas mínimas de conducta por parte de los comerciantes. El último eslabón lo constituyó el establecimiento de mecanismos de difusión, más o menos pública, de información sobre las transacciones efectuadas y sus características más importantes: precio, volumen, intermediarios, ...

Este concepto básico del mercado y de sus funciones más características ha experimentado escasas variaciones a lo largo de los siglos, de tal forma que nuestro Código de Comercio, en su artículo 64, definió las bolsas como «establecimientos públicos legalmente autorizados para que en ellos los comerciantes y agentes intermediarios puedan concertar o cumplir las operaciones mercantiles». Muchos años después, el artículo 1.º del Reglamento de las Bolsas de Comercio —aprobado por el Decreto 1.506/1967, de 30 de junio— continúa esa concepción: «instituciones de carácter económico... que tienen por objeto la contratación pública mercantil...», añadiéndole las notas de seguridad jurídica y suministro de información: «organizadas... para la seguridad jurídica y económica de lo convenido y la proclamación oficial de los precios».

Es, por lo tanto, muy de lamentar que la LMV haya desaprovechado la ocasión para, fundándose en la concepción recogida ya por el Código de Comercio y formalizada con mayor precisión en el Reglamento de Bolsas de 1967, actualizar un concepto de mercado adecuado a las profundas transformaciones recientemente experimentadas. Este concepto actual, que se echa en falta en la Ley, debería combinar dos notas esenciales: que un mer-

cado es tanto a) un lugar donde compradores y vendedores de valores se reúnen como b) el conjunto de mecanismos adecuados para que se puedan llevar a cabo tales transacciones. La comprensión de esta doble vertiente del concepto «mercado» sería especialmente útil a la hora de regular lo que los artículos 31 y 59 de la LMV definen como «otros mercados secundarios oficiales». A este respecto, conviene volver una vez más a nuestro vetusto Código de Comercio, en cuyo artículo 65 se afirma, nada más y nada menos, que «las sociedades constituidas con arreglo al propio Código de Comercio pueden crear Bolsas de Comercio, siempre que ello figure como uno de sus fines sociales...», añadiendo que «... Para que tenga carácter oficial la cotización de las operaciones realizadas y publicadas en esta clase de Bolsas, será indispensable que el gobierno haya autorizado dichas operaciones...». Es necesario subrayar que no se está abogando por la confirmación pública de ciertas tendencias disgregadoras de los mercados oficiales hoy en día existentes; muy al contrario, los mercados se justifican únicamente en la medida en que facilitan los servicios de formación de precios, difusión de la información y seguridad jurídica de las transacciones efectuadas —servicios que algún autor ha resumido en el concepto económico de «liquidez»— al menor coste posible para sus clientes. Si esto es así, resulta más que dudosa la existencia de argumentos serios que impidan otorgar la consideración de «mercado», en el sentido presumible que la LMV encierra en sus disposiciones y que, desgraciadamente, no aparece explícito, a aquellos sistemas u organizaciones que aseguren la consecución

de tales fines. Mercados que en países financieramente más avanzados que el nuestro tienen la consideración de mercados oficiales, tales como los actuales de opciones y futuros financieros o los de pagarés de empresa, merecen también aquí el reconocimiento como auténticos mercados secundarios oficiales; reconocimiento que, sin hacerles perder un ápice de su flexibilidad y eficiencia, les añadiría las notas de seguridad y protección a los inversores que todo mercado público debe reunir.

4. Hace la LMV desaparecer el concepto de fe pública obligatoria, sustituyéndolo por la necesidad de que las transmisiones de valores en los mercados secundarios oficiales se efectúen con la participación necesaria de un miembro del mercado. Sin embargo, la redacción del artículo 36 no es muy afortunada, al menos por dos razones: primera, es más que dudosa la afirmación de que son *nulas de pleno derecho* las operaciones hechas sin «la participación obligatoria de, al menos, una entidad que ostente la condición de miembro del correspondiente mercado»; segunda, en el apartado d), referido a la «toma de razón por parte de un miembro de aquél», los términos de la operación están siendo burlados por las numerosas «tomadas de razón» de compraventas de títulos efectuadas por fedatarios públicos que no son miembros de ningún mercado, al tiempo que, por disposiciones de rango inferior a la LMV, se prohíbe, en principio, que tales operaciones se realicen a precios diferentes de los de mercado.

En todo caso, los miembros del mercado, a que antes se hacía referencia, son ahora las sociedades y agencias de valores y Bolsa. Aquí, siguiendo el modelo

de los grandes mercados internacionales de valores, la LMV ha optado por promover la creación de sociedades anónimas, a las que se exige un capital mínimo relativamente elevado para asegurar su solvencia financiera. La Ley, que establece los requisitos que deben reunir estas entidades y el procedimiento para autorizarlas, diferencia entre las sociedades —que pueden actuar por cuenta propia y de terceros— y las agencias —que sólo actuarán por cuenta ajena. Se imponen además determinadas restricciones en cuanto a la condición de accionista, y se incurre en una curiosa contradicción, por cuanto la exposición de motivos proclama el principio de limitación de «la participación máxima de un accionista a la mitad del capital», mientras que el artículo 68 establece que «la participación de un accionista en el capital de las sociedades y agencias de valores que sean miembros de alguna Bolsa de Valores no podrá exceder del porcentaje, no inferior al 50 por 100, que se establezca reglamentariamente». El dilema ha sido interpretado por los interesados —o sea, los accionistas, presentes y futuros— en el sentido de que el gobierno debería afirmar por Real Decreto que la doble negación se entiende de forma positiva y, en consecuencia, que es lícita la participación de un accionista por el 100 por 100 del capital hasta tanto no se disponga *expresamente* lo contrario.

5. Las bolsas de valores se organizan de forma que están regidas por sociedades anónimas, en cuyo capital participarán exclusivamente las sociedades y agencias de valores que sean miembros de las correspondientes bolsas. Nada impide que una sociedad o agencia sea miembro

de más de una Bolsa, abriendo así paso a la existencia de un auténtico mercado nacional.

6. Es bien sabido que hoy en día un valor puede cotizar hasta en cuatro mercados diferentes. La LMV apuesta por la existencia de un único mercado, de ámbito nacional y constituido por una red electrónica, en el cual se coticen exclusivamente los valores de las sociedades importantes; es lo que se denomina Sistema de Interconexión Bursátil (SIB). Como complemento a un mejor funcionamiento del mercado, y para facilitar la liquidación de las operaciones, se regulan en el texto legal los principios básicos que conformarán el nuevo servicio de compensación y liquidación de valores.

7. La LMV pretende regular muchos más aspectos de esta amplísima actividad. Aspectos que no podemos detenemos a comentar con detalle. Baste, por tanto, su mera referencia: normas mínimas de conducta de quienes operan en los mercados de valores, con objeto de defender el interés prioritario de los inversores; requisitos que deben cumplir las llamadas ofertas públicas de adquisición y venta de valores; el régimen fiscal de las operaciones sobre valores, y, por último, las normas de supervisión, inspección y sanción.

8. Las disposiciones transitorias y finales de la LMV establecían un calendario verdaderamente apretado para la puesta en vigor de los distintos aspectos de la reforma bursátil contemplada en el texto legal. El calendario era muy voluntarista y forzosamente ha sido incumplido (en el nombramiento de los miembros de la CNMV o en la constitución de la sociedad de bolsas, por mencionar sólo dos casos).

### III. EL PAPEL DE LA COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Los ambiciosos propósitos reformadores encerrados en la LMV descansan en las múltiples competencias y en las numerosas responsabilidades atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Esta entidad de derecho público tiene encomendadas, fundamentalmente, «la supervisión e inspección del mercado de valores, sin perjuicio de su colaboración en las labores de ordenación del mismo y en el impulso de la implantación de su reforma».

Regida por un Consejo compuesto por siete miembros, y contando con el asesoramiento de un Comité Consultivo, sus competencias son mucho más variadas que las expuestas antes, al reproducir la definición inscrita en la exposición de motivos de la Ley. Si seguimos la propia metodología del texto legal, podemos agruparlas en los siguientes capítulos:

a) Velar por la transparencia de los diversos mercados, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores.

b) Promover las informaciones que resulten de interés para aquéllos.

c) Controlar el desarrollo de los mercados primarios, la admisión a negociación de valores en los mercados secundarios oficiales, así como su suspensión y exclusión.

d) Asegurarse de que cuantos intervienen en el mercado de valores cumplan las normas de conducta debidas.

e) Asesorar al gobierno y al Ministerio de Economía y Ha-

cienda respecto a todas las materias relacionadas con el mercado de valores.

f) Controlar el cumplimiento de cuantas obligaciones y requisitos se exigen en la LMV, incluido el ejercicio de la potestad sancionadora.

g) Colaborar en la elaboración de las disposiciones de desarrollo de esta Ley, así como en el estudio y propuesta de las medidas necesarias para la implantación del nuevo sistema en ella establecido.

Pues bien, la concreción de las competencias resumidas en esos siete apartados se cifra, cuando menos, en 78 atribuciones generales, de acuerdo con el minucioso análisis llevado a cabo por los Servicios Jurídicos del Banco de España (1).

¿Justifican la supervisión del mercado, la correcta formación de los precios y la protección de los inversores la atribución de una gama tan amplia de facultades a una entidad pública? Es ésta una pregunta cuya contestación resulta muy difícil, pues, en último término, dependerá de cuáles son los beneficios esperados de la actuación de la CNMV, de cuáles son los costes —directos e indirectos— derivados de su existencia y funcionamiento, y de las preferencias —reveladas o implícitas— de quienes soportan tales costes.

Ese análisis coste/beneficio no es fácil de hacer, y ha ido variando a lo largo del tiempo. En efecto, el *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores* (2) recomendaba la creación de «una entidad de derecho público, dotada de una notable autonomía frente a los poderes ejecutivo y legislativo, aunque responsable ante ellos..., que debe-

ría caracterizarse por su elevada competencia técnica... (y compuesta por cinco o siete miembros)... designados por el Jefe del Estado, a propuesta del de Gobierno, ... por un período de cuatro o cinco años...». Sus facultades, según el citado *Informe*, serían tres: la protección del inversor, la vigilancia del mercado y la propuesta de mejoras en éste.

En principio, la Comisión del Mercado de Valores propuesta en 1978 tenía unos objetivos no muy diversos de los atribuidos por la LMV a la actual CNMV; la única diferencia reside en que el proyecto de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores resultaba mucho más modesto en su plasmación concreta.

Personalmente, he sido siempre muy cauteloso en la concepción del diseño y competencias atribuidas a un organismo supervisor del mercado de valores.

En una conferencia pronunciada en la Bolsa de Barcelona en junio de 1984 (3), subrayaba la descoordinación existente entre los organismos que en aquel entonces tenían atribuidas competencias sobre el mercado de valores y apuntaba la falta de eficacia del órgano encargado, en teoría, de la coordinación: el Consejo Superior de Bolsas.

Decía entonces que la futura Comisión del Mercado de Valores propuesta en el *Informe* de 1978 debía evitar el riesgo de burocratización derivado de su incardinación en la estructura de la Administración; reunir los enfoques derivados de los diferentes protagonistas del mercado de valores, adquirir una independencia respecto a todas las instituciones y sectores implicados y, sobre todo, tener facultades «más que para funciones concretas de

tipo administrativo o de gestión diaria del mercado..., para una función de proclamación de recomendaciones de cumplimiento de las reglas de ética financiera, y de asesoramiento y propuesta de innovaciones a los correspondientes órganos administrativos o bursátiles».

Es indudable que el proyecto de Ley que, a mediados de 1987, comenzó a redactarse en el Ministerio de Economía y Hacienda no comulgaba con esa concepción de lo que debía esperarse de una Comisión del Mercado de Valores. Sin duda alguna, la grave crisis bursátil de octubre de ese año reforzó a los redactores del proyecto más inclinados a las concepciones intervencionistas de la Comisión frente a los partidarios de los mecanismos de autorregulación, y ha de reconocerse que éstos defendían posiciones cada vez más vulnerables.

No sólo en Inglaterra, bastión tradicional de las prácticas de autorregulación, habían triunfado los esquemas intervencionistas a la hora de diseñar el *Securities and Investment Board (SIB)*, sino que los modelos francés e italiano —por mencionar los dos países latinos cuyas concepciones jurídicas tradicionalmente tienen mayor influencia entre nosotros— apuntaban claramente en la dirección de la supervisión oficial.

Hemos de reconocer que esto es así porque la autorregulación por parte de los propios agentes del mercado es muy difícil, pues siempre preferirían la intervención de los poderes públicos a los efectos de la competencia. Y en cuanto al análisis coste/beneficio, la dificultad reside en que, aun cuando los segundos pueden ser difíciles de concretar, pero fáciles de suponer, quienes

soportan los primeros no se hallan en situación de protestar: los contribuyentes, porque habitualmente están acostumbrados a pagar sin rechistar; los agentes del mercado, las instituciones de inversión colectiva y las partes interesadas en las ofertas públicas de adquisición o venta de valores, porque, aun cuando directamente afectados, temen verse acusados ante la opinión pública de defender intereses egoístas y exclusivamente corporativos.

Así las cosas, la situación menos mala consistiría, en nuestro caso, en un reparto equilibrado de tareas y responsabilidades que, respetando el marco legal, concentrase en la CNMV la protección de los inversores, la supervisión general del mercado y la elaboración de propuestas de cambio y mejora en su funcionamiento, dejando a los órganos del mercado —sociedades rectoras y asociaciones profesionales— el cuidado de las normas relativas a la negociación, compensación y liquidación, así como las propuestas de sanción por prácticas contrarias a la ética profesional. Es muy probable que la aceptación de una propuesta parecida a ésta permitiera equilibrar el adecuado ordenamiento de nuestros mercados de valores con la innovación y la reducción de costes precisas para mantener su competitividad respecto a otros mercados europeos.

#### **IV. LAS SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES**

La LMV justifica, en su exposición de motivos, la desaparición del agente mediador individual por la conveniencia de «asegurar la solvencia financiera de quienes desarrollan actividades que encierran importantes riesgos po-

tenciales». Se rompe así con la figura, típica en nuestra legislación mercantil, del agente mediador que era comerciante y fedatario público, al tiempo que, por estar colegiado, gozaba de ciertos derechos y se obligaba a cumplir determinados deberes.

La discusión respecto a las ventajas o inconvenientes de mantener la figura del agente mediador individual, en un contexto de mercados bursátiles cada vez más amplios y competitivos, era cuestión antigua. El tantas veces citado *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores* había dedicado un capítulo entero —el VI— a discutir, con la perspectiva de aquellos años, la mejor fórmula para asegurar «que los Agentes Mediadores así potenciados (es decir, autorizados a desarrollar nuevas funciones y con amplias posibilidades de asociación) realizarán el esfuerzo necesario para lograr una mayor competencia y eficacia del mercado de valores».

Después de examinar varias fórmulas asociativas, el *Informe* aceptaba, ya en 1978, la posibilidad de constituir sociedades anónimas «siempre que en el seno de las mismas participen como socios mayoritarios Agentes Mediadores para garantizar su independencia». Ahora bien, el propio *Informe* advertía que la fórmula propuesta se justificaba en «la necesidad de introducir paulatinamente las transformaciones necesarias en el mercado de valores...», añadiendo que estimaba «necesario que los órganos de control del Mercado de Valores juzguen periódicamente si la potenciación de los Agentes Mediadores colegiados que este *Informe* recomienda, resulta suficiente para fomentar la competencia y la eficacia en la canalización del ahorro hacia el mercado de va-

lores; y que, en el caso de considerar insatisfactorios los resultados en relación con los objetivos previstos, la Comisión del Mercado de Valores... proponga líneas adicionales de actuación para lograr los fines deseados».

La advertencia cayó en saco roto, y las fórmulas asociativas autorizadas a los mediadores colegiados no supusieron adecuar la actuación de éstos a las exigencias de un mercado cada día más competitivo y capitalizado.

El *Big Bang* inglés de 1985 marcó la pauta reformadora que los restantes mercados europeos seguirían con mayor o menor retraso, y con más o menos éxito.

En todo caso, nuestra LMV hace referencia explícita a esos modelos extranjeros y establece definitivamente la figura del mediador societario, distinguiendo entre quienes pueden actuar por cuenta propia y de terceros —las sociedades de valores— o únicamente por cuenta ajena —las agencias de valores. Ambas son miembros potenciales de las bolsas con tal de participar como accionistas en sus sociedades rectoras, reservando la negociación de valores en las mismas a las que efectivamente sean miembros de una o más bolsas. Estas sociedades y agencias, cuyo accionariado se ve sometido a determinadas restricciones hasta 1992, y que se denominarán de «valores y Bolsa», presentan como única nota diferencial respecto a las actividades autorizadas por el artículo 71 a las sociedades y agencias de valores —para las cuales no existe *numerus clausus*— la de ejecutar órdenes en las bolsas de valores.

Lo importante no es esta diferencia, sino que la Ley otorga a las restantes entidades financieras, comenzando por los bancos

y cajas de ahorros, prácticamente las mismas facultades que a las sociedades y agencias de valores (compárense los artículos 71 y 76 del texto legal). Se ha optado así por el que podríamos calificar de modelo de «banca universal», modelo que reconoce la práctica tradicional en nuestro país. La decisión ha sido ampliamente controvertida, dando lugar a una estéril polémica sobre la «banca universal» y a una artificiosa distinción entre sociedades y agencias «independientes» y «participadas», cuando la auténtica distinción se fundamenta en otros criterios. Veamos cuáles son:

A principios de febrero de 1990, estaban inscritas en los registros oficiales de la CNMV 52 sociedades de valores y 64 agencias de valores, amén de dos agentes individuales; en total 118 mediadores oficiales. Ello suponía una reducción escasa respecto a los 142 agentes de Cambio y Bolsa existentes el 28 de julio de 1989. De las 52 sociedades de valores, 35 lo son de valores y Bolsa, y sucede lo mismo con 21 de las agencias. De esos 56 mediadores bursátiles, y salvo error por mi parte, 20 tienen participación de entidades de depósito en su capital, de las cuales tres son bancos de otros países comunitarios. Por bolsas, el reparto es el siguiente:

Bolsa de Madrid: 51 miembros (34 sociedades, 16 agencias y un agente individual).

Bolsa de Barcelona: 28 miembros (17 sociedades, 10 agencias y un agente individual).

Bolsa de Bilbao: 10 miembros (7 sociedades y 3 agencias).

Bolsa de Valencia: 7 miembros (5 sociedades y 2 agencias).

## CUENTA DE RESULTADOS TIPO PARA EL PRIMER EJERCICIO DE UNA SOCIEDAD O AGENCIA DE VALORES Y BOLSA

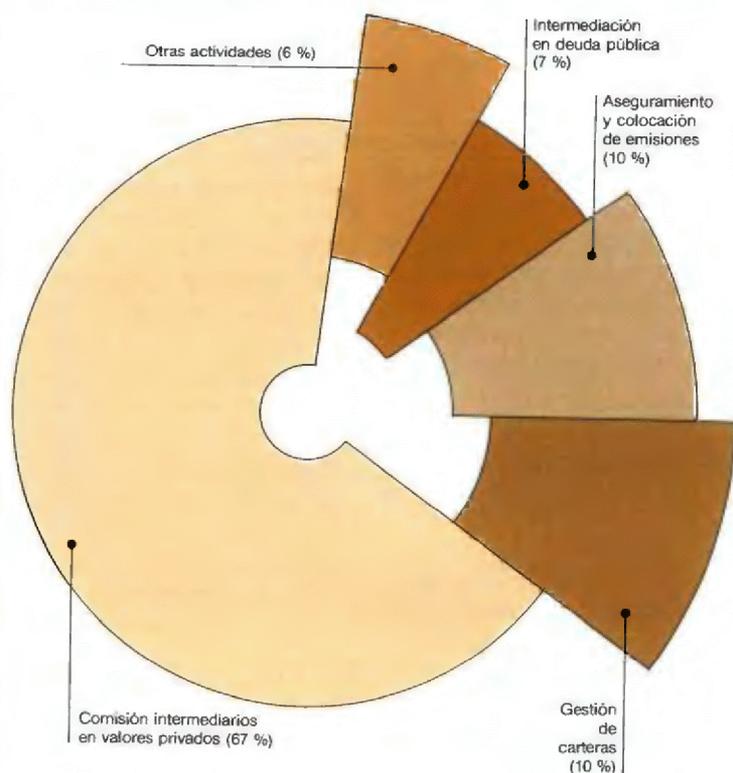
### H A B E R

1. Activos monetarios y de deuda pública —comprende tanto la deuda pública negociada en Bolsa como la participación de las sociedades y agencias de valores y Bolsa en los mercados de deuda anotada—, 12 por 100 del total. En el primer caso, se supone una contratación efectiva de 75 m.m. y la comisión oficial del 0,25 por 100; en el segundo, las cifras utilizadas son 4.200 m.m. al contado y 114.000 a plazo, con un diferencial del 0,15 por 100.

2. Compraventa de valores privados. En el caso de la renta fija, se suponen unas cifras de negociación de 171 m.m. y la comisión oficial del 0,25 por 100. En la renta variable, se supone una negociación efectiva de 23,4 m.m. diarios durante 230 días

CUENTA DE RESULTADOS: 1989/90 (Millones de pesetas)			
H A B E R		D E B E	
I. INTERESES Y COMISIONES.	632	I. INTERESES .....	50
1. De activos monetarios y deuda pública .....	45	II. CORRETAJES .....	15
2. Tramitación y ejecución órdenes compraventa valores privados .....	426	III. GASTOS PERSONAL .....	375
3. Colocación y aseg. emisiones .....	61	IV. GASTOS GENERALES .....	210
4. Gestión carteras .....	68	V. AMORTIZACION INMOVILIZADOS.	48
5. Créditos al mercado y otras operaciones .....	44	VI. SANEAMIENTO Y DOTACION .....	38
II. OTRAS GANANCIAS .....	—	VII. OTROS GASTOS .....	15
		VIII. BENEFICIO NETO .....	-103
TOTAL HABER .....	632	TOTAL DEBE .....	632

### INGRESOS SOCIEDADES DE VALORES 1989/90



Nota: Como comparación puede consultarse el cuadro 10 y el gráfico 7 de la *Información Económica y Estadística*, que para el ejercicio de 1989 ha publicado la CNMV.

hábiles y se aplica la comisión oficial del 0,25 por 100.

3. Colocación y aseguramiento de emisiones. Se ha supuesto que las nuevas emisiones de renta fija y variable privadas aumenten en un 10 por 100. Para las públicas, se toman las cifras publicadas por la Central de Anotaciones para el segundo semestre de 1989 y las anunciadas por el Tesoro para enero-febrero de 1990. Se acepta que se asegure un 25 por 100 de las emisiones, y que las sociedades y agencias de valores y Bolsa tengan una cuota del 25 por 100. Las comisiones son del 1,5 por 100.

4. Gestión de carteras. Se ha aceptado una cifra de 11,5 billones de pesetas de capitalización bursátil para el periodo considerado, así como que las sociedades y agencias de valores y Bolsa tienen una cuota del 20 por 100, con unas comisiones del 1,5 por 100 en valores privados y del 1 por 100 en FF.PP.

5. Se incluye aquí el crédito al mercado, cuentas operativas y otras fuentes menores de ingresos.

### D E B E

1. Intereses de la financiación recibida.  
2. Corretajes pagados a *brokers*, otros intermediarios y representantes.

3. Se supone una plantilla de 50 personas, con una retribución bruta, incluida seguridad social, de 7,5 m. ptas/año.

4. El capítulo más importante son 130 millones de pesetas por cuotas a sociedades rectoras. Además se incluyen alquiler de oficinas y otros gastos diversos.

Con estos datos, la primera pregunta que se plantea es la de si no hay demasiadas sociedades y agencias de valores y Bolsa. La respuesta es afirmativa, y las razones se cifran en el recuadro que se incluye en estas páginas, y que intenta reproducir una cuenta de resultados tipo para el primer ejercicio de una sociedad o agencia de valores y Bolsa.

Como toda aproximación, los supuestos manejados y los resultados conseguidos no pretenden ser una falsilla fiel de tal o cual sociedad o agencia; más bien apuntan a las magnitudes de las fuentes de ingresos y los gastos básicos que un mediador puede tener en el período julio 1989-julio 1990. El resultado final es que en el primer año de actividad un mediador bursátil puede perder aproximadamente el 20 por 100 de su capital social. Pero es más, las proyecciones están hechas con los datos registrados en el período agosto 1989-enero 1990.

Ello quiere decir que si continuase la crisis dominante en los mercados de renta variable, los 103 millones de pesetas de pérdidas podrían aumentar, agravando aún más la situación de aquellas sociedades y agencias de valores y Bolsa que pudieran encontrarse ya en dificultades.

La situación no debería sorprender. Además de contar con los precedentes de Londres y París, estamos ante el clásico error de salida de una situación de oligopolio con precios oficiales y fijos, en la cual todos los participantes —o al menos una mayoría sustancial— creen posible ganar cuota de mercado sin pérdidas para ninguno. Los hechos, es de temer, van a encargarse de demostrar cuán equivocados están quienes sostienen semejante opinión.

Nos acercamos a una purga que resultará beneficiosa para el sector, aun cuando sean de lamentar los costes personales que implique; y será beneficiosa por cuanto ayudará a perfilar las características apropiadas de un mediador bursátil en la década de los años noventa. Esas características las definiría de la siguiente forma:

a) *Competencia*. Entre los mediadores nacionales y frente a los extranjeros y, sobre todo, en los sectores mayoristas del mercado.

b) *Especialización*. Los grandes mediadores deberán ofrecer una gama amplia de servicios a un abanico muy abierto de clientela, pero ello les forzará a tener una estrategia específica para cada sector de negocio. Por contra, los intermediarios pequeños deberán especializarse en productos o sectores concretos del mercado.

c) *Importancia de la tecnología*. En un sector caracterizado por la competencia y la especialización, me parece indudable la necesidad de contar con sistemas adecuados para controlar el riesgo, facilitar la información y potenciar la productividad. El problema es que la tecnología es muy costosa, y su rentabilidad depende de una planificación adecuada y de una utilización eficiente.

d) *Una actividad crecientemente arriesgada*. A medida que aumente la competencia, la rentabilidad estará cada vez más estrechamente ligada al riesgo. Los mediadores que pervivan serán aquellos que, contando con los sistemas adecuados para controlar los riesgos, sean capaces de aceptarlos e incorporarlos con éxito en su actividad cotidiana.

Este panorama nos sirve de adecuada introducción para intentar analizar el contexto deseable para las agencias y sociedades de valores y Bolsa en el futuro.

Dicho contexto parte de considerar a esos mediadores como industrias de servicios financieros, industrias cuyo adecuado suministro a su clientela dependerá de los cambios que rápidamente se instauren en los mercados de valores tanto por parte de sus propios órganos rectores como por los poderes públicos, concretamente CNMV y Banco de España. Hagamos algunas breves consideraciones a propósito de cada uno de ellos, y por el orden en que han sido mencionados.

### **Sociedades rectoras de las bolsas**

La LMV configura a las agencias y sociedades de valores y Bolsa como soportes básicos del mercado. En la medida en que las rectoras son sociedades anónimas, cuyos accionistas resultan ser aquéllas, es primordial que comprendan y acepten que están al servicio de sus accionistas, concentrando sus actividades en la prestación de los servicios que éstos consideren prioritarios. Es claro que incrementos anuales del orden del 70 por 100 en el presupuesto de alguna rectora sólo serían justificables si los servicios suministrados no reposasen en sistemas anticuados, costosos y poco eficaces.

Por mencionar algunos ejemplos, no es posible seguir más tiempo con sistemas automáticos de entrada de órdenes e información de ejecuciones como los suministrados por el Mercado Continuo (MC), como igualmente perentoria es la necesidad

de resolver otros problemas relativos a la contratación en el MC: cuadro por valores y cambios, comunicación de datos de los comitentes, elaboración de la cinta de intercambio de referencias técnicas. La reciente creación —con notable retraso respecto al plazo marcado por la LMV— de la Sociedad de Bolsas quizá pueda impulsar la solución definitiva de estos problemas que tan urgente es para las sociedades y agencias de valores y Bolsa.

No menos vital resulta asegurarse de que la actual configuración del MC soporta la ampliación que va a experimentar en el curso de estos meses, y ello no sólo en situaciones de contratación normal, sino también en momentos en los cuales, por una u otra razón, el mercado precisa la entrada de volúmenes de órdenes muy superiores al normal.

Una última cuestión, que depende tanto de los propios mediadores y de las rectoras como de la CNMV, es qué tipo de mercado deseamos. La ampliación del MC, hasta configurarse en el SIB que prevé la LMV, parece indicar que vamos hacia un mercado dirigido por órdenes. Ahora bien, la importancia que irán cobrando tanto los grandes emisores como, sobre todo, los grandes inversores institucionales —sin olvidar la conveniencia de asegurar, en la medida de lo posible, la evolución estable de los precios— hace que las sociedades de valores se pregunten por la necesidad o no de ir hacia un modelo de mercado dirigido por precios. El peligro que las acecha es que, de no ser así, pudiera muy bien suceder que las grandes transacciones se hicieran fuera del mercado y, prácticamente, sin el concurso de las citadas sociedades. Ahora bien, la participación de éstas en ese mo-

delo de mercado exigiría no sólo la existencia de sociedades fuertemente capitalizadas, sino también un marco regulador diferente del hasta ahora establecido por la CNMV. No en balde la LMV apostó por la promoción de la actividad por cuenta propia en los mercados de renta variable. Lo cierto es que la fijación de un coeficiente en la circular de la CNMV hace prohibitiva esta actuación, al superponerse la doble penalización del coeficiente sobre riesgo de fluctuación de las cotizaciones y la necesidad de provisionar las diferencias entre valor de coste y valor de mercado, reduciendo así los beneficios computables como recursos propios.

### **Comisión Nacional del Mercado de Valores y Banco de España**

Como órgano encargado de asegurar la reforma del mercado de valores, es mucho lo que cabe esperar de la CNMV. En primer lugar, ha de pedirse que establezca un marco lo más claro, sencillo y fácil de cumplir posible. No puede olvidarse que las normas supervisoras por ella dictadas no son indiferentes a la actividad de los mediadores —antes se ha mencionado la doble penalización a la cual se encuentra sometida la actividad por cuenta propia de las sociedades de valores y Bolsa— y que, asimismo, su cumplimiento impone costes no desdeñables para satisfacer todos los requisitos de información y control establecidos por la CNMV, lo que puede suponer entre el 3 y el 3,5 por 100 de los gastos generales de una sociedad de valores. Sería, por lo tanto, muy de agradecer que no se exigiera más de lo estricta-

mente necesario para dichos fines de regulación y supervisión.

Pero la contribución esencial que las sociedades y agencias de valores y Bolsa pueden esperar de la CNMV es la de impulsar el proceso de reforma del mercado bursátil. Ese proceso, ciertamente, pasa por asegurar la correcta formación de los precios y la transparencia en los mercados, pero no es menos importante que los mercados funcionen lo mejor posible. Como antes se comentó, ello es primordialmente responsabilidad de las rectoras, cuya misión consiste en suministrar los servicios básicos a sus socios. Pero la CNMV tiene también parte en la oferta de una infraestructura adecuada para el mercado.

En este punto, quizá la cuestión pendiente más angustiosa es la implantación del nuevo sistema de compensación y liquidación previsto en el artículo 54 de la LMV. Diseñado para llevar el registro contable de los valores admitidos a cotización, y para gestionar la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en los mercados bursátiles, su objetivo es, básicamente, reemplazar al vetusto sistema de referencias técnicas de 1974 por un sistema de anotaciones en cuenta que asegure los siguientes fines:

1. Conseguir que la fecha de liquidación de todas las operaciones sea el día D + 5, y prever la reducción futura de dicho plazo.
2. Garantizar que el comprador recibe, en todo caso, los valores adquiridos.
3. Realizar siempre la entrega de los valores contra el pago de éstos.
4. Asegurar que el sistema

funciona con carácter único y general, sin que ninguna de las partes intervinientes salga perjudicada.

Estos principios están recogidos en el llamado *Informe de los Treinta*, publicado en marzo de 1989, que reunía las recomendaciones de un grupo internacional de expertos sobre los sistemas de compensación y liquidación empleados en los principales mercados de valores. Según dicho *Informe*, la mayoría de sus recomendaciones —lo cual cubre las cuatro antes enumeradas— deberían estar implementadas en 1992. No les queda mucho tiempo a los responsables españoles, sobre todo porque la situación en España no es demasiado buena y se requiere la adopción de medidas previas a la implantación del nuevo sistema de compensación y liquidación. Un reciente informe —marzo de 1990— de ese mismo grupo así lo subraya.

Esas medidas se están tomando, pero nos hallamos ante una carrera de obstáculos y marchando contra el reloj. Veamos la razón de estas afirmaciones.

Ante todo, es preciso colmar rápidamente las lagunas que presenta el actual sistema de fungibilidad. Ello supone cuadrar las referencias técnicas con las numeraciones de los títulos —cosa que no se ha hecho nunca— y pasar los títulos nominativos —que son fundamentalmente los bancarios— a referencias técnicas. Ambas tareas pueden estar concluidas para finales del próximo otoño.

El siguiente paso, una vez definida la estructura del nuevo sistema de compensación y liquidación, consiste en ponerse a trabajar inmediatamente en la aplicación o aplicaciones infor-

máticas que lo sustentarían. Aquí parece haber dificultades, pues las cuatro rectoras no llegan a un acuerdo respecto a la forma de repartirse el trabajo y los costes que ello implica, si bien ésta es una situación que, afortunadamente, puede cambiar de un día para otro.

Pero el punto central es el cumplimiento del mandato del artículo 54 de la LMV y la constitución de la sociedad anónima encargada de administrar el servicio de compensación y liquidación. No es éste un empeño fácil, pues el texto legal era muy vago respecto a extremos tales como qué entidades participan en el capital de la sociedad, en qué proporción y qué previsiones contienen los estatutos sociales respecto a órganos de gobierno. Parece que son precisamente esas dificultades las que han aconsejado al gobierno posponer la redacción del Real Decreto reglamentando los mandatos de la Ley hasta tanto no se haya alcanzado un acuerdo sobre el diseño básico del nuevo sistema.

La estrategia parece, a primera vista, razonable, pero pudiera resultar peligrosa si en las discusiones que en estos momentos se están celebrando no se alcanza un acuerdo satisfactorio sobre el modelo de servicio de compensación y liquidación deseado para el futuro y, por consideraciones extrañas a la eficiencia económica, se llega a un modelo de sistema de compensación y liquidación costoso para todas las partes implicadas.

El punto central debatido es si existirá un registro único de todas las anotaciones en cuenta de valores, compatible con unas posibilidades para las entidades depositarias y los miembros del mercado de actuar descentrali-

zando, o, por el contrario, el servicio queda solamente como un centro coordinador, residenciándose en cada Bolsa los servicios de compensación y liquidación, que realizarían obligatoriamente todas las funciones relativas a la liquidación de las operaciones bursátiles.

La opción en juego es importante, pues de primar el modelo descrito en segundo lugar, no sólo las agencias y sociedades de valores y Bolsa habrían de soportar mayores costes, sino que, además, se limitaría injustificadamente la libertad de los miembros del sistema de compensación y liquidación para actuar de la forma que les resultase más rentable (4).

Todo ello configura un panorama preocupante, tanto más cuanto más cercana está la entrada en vigor del mercado único europeo. Deficiencias como ésta hacen perder terreno a un mercado en beneficio de otros. Téngase en cuenta que el nuevo sistema de compensación y liquidación de la Bolsa francesa —el RELIT, que reemplazará a los 24 sistemas de compensación previamente existentes— tiene previsto estar en pleno funcionamiento a primeros de marzo de 1991.

El *Informe del Comité de los Treinta*, antes citado, recomienda que el proceso de compensación de valores esté en conexión con los sistemas electrónicos de compensación de medios de pago. Una orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 20-2-1990, fija el 13 de marzo de ese mismo año como fecha de entrada en funcionamiento efectivo del Sistema Nacional de Compensación Electrónica. Sería muy importante que en su desarrollo se incluyese la posibilidad de enlace

con la liquidación de los valores compensados a través del nuevo sistema de compensación y liquidación. Mientras esto sucede, sería bueno que el Banco de España aceptase que agencias y sociedades de valores y Bolsa utilizasen, con las debidas garantías, sus actuales sistemas de compensación de efectivo, eliminando el enorme tráfico de cheques que la exclusión impone a aquéllas. A esa medida debería acompañar el reconocimiento de la cualidad de gestores de deuda pública anotada a todos los mediadores bursátiles que cumplan con los requisitos objetivos establecidos tanto por el R.D. 505/1987 como por la O.M. de 19-5-1987, cualidad otorgada a las agencias y sociedades de valores por el artículo 71 e) de la LMV.

Dos últimos proyectos cerrarían esta primera etapa de reforma y modernización de nuestros mercados bursátiles. El primero de ellos, cuya realización parece más próxima en el tiempo, consiste en la inclusión de la deuda pública anotada en el sistema bursátil de mercado continuo. Se contaría así con el puente adecuado entre el mercado mayorista, hoy en día organizado y funcionando en torno a la Central de Anotaciones del Banco de España, y el mercado minorista, tradicional cliente de la Bolsa. El segundo empeño sería la revitalización del exangüe mercado de renta fija privada, cuya recuperación es imprescindible para enderezar el actual desequilibrio de nuestras bolsas hacia la renta variable y complementar las fuentes de financiación de las empresas.

## V. EL MERCADO DE VALORES ESPAÑOL EN EL CONTEXTO DEL MERCADO UNICO EUROPEO

La anterior discusión sobre los problemas de infraestructura legal y técnica del mercado de valores español, y la necesidad de adoptar rápidamente decisiones que aseguren su modernidad y eficiencia, no puede entenderse aislada del contexto de la próxima implantación del mercado único europeo y de la consiguiente consagración de los principios de libertad de establecimiento y de prestación de servicios en un espacio económico caracterizado por la ausencia de restricciones a los movimientos de capitales.

Si, en una escala, adjudicamos el valor 100 a la capitalización bursátil promedio de 1989, en dólares USA, en el Reino Unido, la capitalización de las bolsas alemanas sería 43,35; la de las francesas 33; 23 la de las suizas; 21 la de las italianas; 16 la de las españolas; 14 la de las holandesas, y 9 la de las belgas. A su vez, las bolsas de Tokio y Nueva York alcanzaron, en el mismo período, una capitalización bursátil superior en cuatro y tres veces, respectivamente, a la obtenida por las inglesas.

Esa ordenación de las bolsas europeas por volumen de capitalización bursátil no sufre alteraciones dignas de mención si seguimos el criterio de la capitalización de las 500 mayores empresas europeas seleccionadas por el *Financial Times*. La única novedad es que después del Reino Unido, Alemania, Francia y Suiza se coloca Suecia, seguida de Italia, España, Holanda y Bélgica. La Bolsa española es, por

lo tanto, un mercado mediano en el concierto de las bolsas mundiales —un 1 por 100 de la capitalización mundial de 1989—, que da una imagen poco representativa de la importancia de nuestra economía. Este rasgo se refleja en ese 27 por 100 que supone la capitalización bursátil respecto a nuestro PIB, frente al 90 por 100 que suponen las bolsas inglesas, por ejemplo.

Esa impresión se refuerza si consideramos que, aproximadamente, sólo el 20 por 100 de las grandes empresas españolas cotizan en Bolsa, que la ponderación de las empresas industriales en el índice de la Bolsa de Madrid a duras penas llega al 30 por 100, o que somos un mercado cerrado, en parte, al exterior.

La propia estrechez de la oferta explica parcialmente la ausencia de una demanda de valores adecuada al desarrollo de la economía española. Pero no es menos cierto que otros factores han colaborado a ello: la complejidad y el inmovilismo de la legislación fiscal; el atractivo ejercido por las inversiones inmobiliarias; la insuficiencia de la información, que ha originado desconfianza entre los inversores; la reducida gama de operaciones bursátiles —no contamos todavía con opciones sobre acciones ni sobre índices—, así como una legislación financiera intervencionista que coartaba la libre inversión de los grandes inversores institucionales.

Estos son algunos de los trazos que dibujan la situación actual. Pero ¿qué puede decirse respecto al futuro? Ante todo, conviene indicar que las afirmaciones sobre la existencia de una «Bolsa global», por ahora, son un tanto exageradas. Ciertamente, existen unas tendencias que podríamos

calificar de centralizadoras; las más importantes de las cuales serían las siguientes:

— La libertad de movimientos de capitales.

— La competencia entre los grandes mercados: Tokio, Nueva York y Londres.

— La desaparición de fronteras por obra y gracia de la teleinformática.

— Los progresos de la innovación financiera y su difusión casi instantánea.

— Las exigencias de obtención de capitales por parte de las grandes empresas multinacionales.

— La creciente importancia de los grandes inversores institucionales y su búsqueda constante de mejoras en la rentabilidad de sus carteras y diversificación de riesgos.

— La conveniencia de las ya numerosas sociedades de valores que operan desde hace tiempo a escala internacional.

Pero, frente a esas tendencias centralizadoras, existen factores que seguirán apuntalando lo que podríamos calificar de «mercados locales»; mencionemos sólo los tres principales:

— Durante algún tiempo, los mercados locales continuarán siendo la fuente principal de financiación para numerosas empresas.

— Esos mercados constituirán los puntos de referencia tanto para la fijación de las cotizaciones como para suministrar liquidez a los valores.

— Subsisten todavía diferencias en las regulaciones de control de cambios, legislación fiscal, sistemas de compensación y liqui-

dación, y de información al inversor, las cuales proporcionan un escudo protector a los mercados locales.

¿Cuál puede ser, por lo tanto, la configuración de los mercados europeos de valores a partir de la entrada en vigor del Acta Única.

El punto de partida para responder a ese interrogante es la posible existencia de tres mercados globales:

a) El *oriental*, centrado en Japón, y que abarcaría Hong-Kong, Australia, Singapur y Nueva Zelanda, por mencionar los centros esenciales.

b) El  *europeo*, que reposaría en el eje constituido por la Europa Comunitaria, y que comprendería también mercados como el suizo, el austriaco y los escandinavos.

c) El *occidental*, cuyo eje sería los mercados estadounidenses, con los mercados canadiense y algún sudamericano como puntos satélites.

Centrándonos en el mercado que he llamado *europeo*, ¿qué modelo de mercado cabe imaginar? Empecemos con la estructura actual.

La Comunidad Económica Europea cuenta con algo más de 40 bolsas, que funcionan con sistemas de contratación, compensación, liquidación e información diferentes —y en ocasiones incompatibles—, en las cuales se negocian modalidades de valores muy amplias y con unas economías de escala que se han aplicado en muy escasa medida.

De todas esas bolsas, la de Londres ocupa un lugar prominente. No sólo se trata de la plaza financiera más importante, sino

que su tradición de libertad, competencia profesional y apertura internacional le confiere grandes ventajas. Por mencionar sólo algunos datos: Londres es el cuarto mercado mundial en términos de capitalización bursátil y el primero por el número de compañías extranjeras admitidas a cotización. Además, la contratación de esos títulos extranjeros en el bienio 1988-89 supuso nada menos que la cuarta parte de la contratación global de la Bolsa londinense.

No es de extrañar, pues, que Londres apueste por un sistema de mercado secundario basado en intermediarios bursátiles especializados, unidos por pantallas y negociando los valores de las grandes empresas europeas. En el fondo, este proyecto supone extender el esquema basado en el *SEAQ International* ya existente. En el Continente parece contar con más apoyo el modelo inspirado por la Bolsa de París, según el cual la conexión no sería de miembros de las bolsas, sino de las propias bolsas. En esa red interconectada de mercados bursátiles se cotizarían y negociarían los 250-300 valores de las sociedades europeas punteras, manteniéndose además mercados locales o segundos mercados para los valores más modestos.

Ambos sistemas, aun cuando muy apartados el uno del otro en su concepción básica, comparten preocupaciones comunes. Entre todas ellas, la fundamental es la necesidad de cooperar. Esa cooperación, como sucede siempre, ha comenzado ya, olvidando los elementos retóricos y poniendo en marcha proyectos concretos. Prueba de ello es que en el mercado de futuros de Londres se negocian contratos de tipos de interés a tres meses denomi-

nados en marcos o en ECU, o que la Federación de Bolsas Europeas llegó el año pasado a un acuerdo para financiar la creación de una red electrónica que facilite las cotizaciones, así como otros datos de interés, de todos los mercados adheridos al proyecto.

En otras palabras, el mercado bursátil europeo está en puertas y puede, sin duda, acelerarse en el curso de los próximos doce o dieciocho meses. El papel que nuestras bolsas —y con ellas los miembros del mercado— jueguen en él dependerá, ante todo, de la rapidez con que consolidemos aquí un mercado único, eficiente y barato.

No cabe hacerse ilusiones. Si en la construcción de dicho mercado nos desviamos del criterio de rentabilidad, correremos serios riesgos. Podemos engañarnos con la prioridad de otras consideraciones, con la ilusión de construir «numancias financieras», con la subvención pública de proyectos locales carentes de rentabilidad económica. Esos empeños acaso consigan triunfar en España, pero de ser así, mucho me temo —y me gustaría equivocarme— que estemos condenando a nuestras bolsas a la categoría de segundos mercados europeos.

#### NOTAS

(1) Banco de España, Servicios Jurídicos, *Mercado de Valores, Ley 24/1988, de 28 de julio*, 2.ª edición.

(2) *Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores*, Cap. IX, Ministerio de Economía, Madrid, 1978.

(3) Bolsa de Barcelona, *Boletín Financiero*, «Líneas de Reforma de la Bolsa de Valores», julio 1984.

(4) El dilema parece haber sido felizmente resuelto, estando ahora pendiente el reparto de funciones entre sociedades rectoras, miembros de las bolsas y entidades depositarias.