

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

70

**El
futuro
de los
mercados
de
valores**



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

70
2 0 0 0



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

PATRONATO

MANUEL PIZARRO MORENO
(Presidente)
JOSÉ ANTONIO BONILLA
(Secretario)
JULIO FERNÁNDEZ GAYOSO
ALEIX GIMBERNAT MARTÍ
FRANCISCO JOSÉ ISASI MARTÍNEZ
ANTONIO MARTÍN JIMÉNEZ
JESÚS MEDINA OCAÑA
JUAN R. QUINTÁS SEOANE
PERE RIFÁ PUJOL
JULIO RODRÍGUEZ LÓPEZ
ATILANO SOTO RÁBANOS

Presidente de honor
ENRIQUE FUENTES QUINTANA

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Director
VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

Coordinadores
JOSÉ ANTONIO ANTÓN PÉREZ
SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

Redactor-Jefe
FERNANDO GONZÁLEZ OLIVARES

Coordinación gráfica
CRISTINA RUIZ TELLO

Portada
Bravo-Lofish

Edita
Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas
para la Investigación Económica y Social
Padre Damián, 48; 28036-Madrid

Imprime
LAXES, S.L. Ediciones
Castaño, 11; Polígono Industrial “El Guijar”
28500-Arganda del Rey (Madrid)

Depósito legal: M. 7.461.-1993
ISSN: 1132-9564

© FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS. Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, offset o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.

SUMARIO

■ INTRODUCCIÓN: EL FUTURO DE LOS MERCADOS DE CAPITALES	V
■ EVOLUCIÓN PROBABLE DE LOS MERCADOS EUROPEOS DE CAPITALES EN EL MARCO DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA. Julian Walmsley y Brian Scott-Quinn.....	I
■ EL FUTURO DE LOS MERCADOS BURSÁTILES EUROPEOS. Mª Nieves García Santos	57
■ NUEVOS MERCADOS BURSÁTILES, EMPRESAS DE INTERNET Y CAPITAL RIESGO. Francisco L. de Vera Santana.....	87
■ LA DESMUTUALIZACIÓN DE LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS. Manuel Castilla	107

DOCUMENTOS

■ RASGOS PRINCIPALES DE LAS TENDENCIAS RECIENTES EN LOS MERCADOS FINANCIEROS. OCDE.....	127
■ PRINCIPALES CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA EUROZONA DESDE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO. OCDE.....	137

OPINIONES

■ EL "ESTADO DE LA CUESTIÓN" DE LOS MERCADOS DE VALORES, SEGÚN SUS PROTAGONISTAS. Departamento de Estudios e Investigación en Sistema Financiero de FUNCAS	153
JOSÉ FOLGADO. Secretario de Estado de Economía, de Energía y de la Pequeña y Mediana Empresa	155
PILAR VALIENTE CALVO. Presidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ..	160
ANTONIO J. ZOIDO. Presidente de la Bolsa de Madrid	164
JOAN HORTALÁ I ARAU. Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Barcelona, S.A.	165
JOSÉ LUIS MARCAIDA ONAINDÍA. Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao	166
ÁNGEL TORRE GONZÁLEZ. Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valencia ..	166
EMILIO ONTIVEROS. Consejero delegado de Analistas Financieros Internacionales.....	168
JUAN CARLOS URETA. Presidente de Renta 4 SVB., S.A.	169



Introducción

El futuro de los mercados de capitales

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Los nuevos mercados y sus alternativas de financiación

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

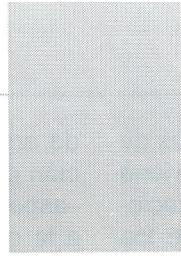
En España, la forma mutual no ha permitido que los acuerdos hayan ido más allá de proyectos de alianza relativos a los sistemas de contratación. Una eventual desmutualización de las bolsas españolas abriría nuevas posibilidades para desarrollar alianzas a los mercados bursátiles españoles, si bien, como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

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

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

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

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



Evolución probable de los mercados europeos de capitales en el marco de la Unión Monetaria Europea

Julian Walmsley
Brian Scott-Quinn

EVOLUCIÓN PROBABLE DE LOS MERCADOS EUROPEOS DE CAPITALES EN EL MARCO DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

Este documento tiene como objetivo examinar la evolución probable de los mercados de capitales en la Unión Monetaria Europea durante los próximos 3-5 años. Empezaremos con un sucido análisis de las características más destacadas de la situación actual. A continuación, pasaremos a examinar los siguientes temas:

1. Análisis de las principales tendencias que se advierten en los mercados europeos de capitales, con un breve análisis comparativo de los mercados internacionales de capitales, centrando en especial la atención en:

- el desarrollo del proceso de liberalización del mercado de capitales;
- la institucionalización de la inversión mediante el crecimiento de los fondos de inversión mobiliaria y de los fondos de pensiones;
- la concentración y consolidación de los mercados europeos de capitales, así como la integración y correlación entre los mismos.

2. Acontecimientos probables respecto a la financiación de empresas en Europa como consecuencia de dichas tendencias, con especial referencia a la financiación de las empresas más pequeñas y al papel a desempeñar por EASDAQ/Euro.NM.

3. Análisis de posibles cambios en la estructura de los mercados bursátiles europeos. Implicaciones de la alianza paneuropea de las bolsas y, en particular, las diferentes configuraciones de los mercados de derivados. Se comentarán las implicaciones para los mercados bursátiles españoles.

4. Finalmente, haremos mención de las posibles implicaciones de estos acontecimientos en lo que respecta a la mayor vulnerabilidad de los mercados de la UME en cuanto a las crisis financieras y su internacionalización, así como las implicaciones para la regulación y supervisión financiera internacional de los mercados de capitales.

5. En el capítulo de conclusiones, analizaremos el modelo de desarrollo probable del mercado europeo de capitales en el marco de la UME y su impacto en España.

Análisis de las principales tendencias que se advierten en los mercados europeos de capitales, con un breve examen comparativo de los mercados internacionales de capitales

Desarrollo del proceso de liberalización del mercado de capitales

Como antecedentes, se incluyen algunos breves apuntes referidos al contexto histórico. El desarrollo de los mercados de capitales en los países de la zona del euro se verá fuertemente influido por la llegada de

éste. Sin embargo, reflejará también los resultados de un proceso de liberalización e innovación que viene de lejos, y que en muchos de los mercados nacionales involucrados ha estado en marcha desde los primeros años de la década de 1980. En el cuadro número 1 se consignan algunas de las fechas más relevantes, que se refieren también al Reino Unido, Japón y EE.UU. como términos de comparación.

De este resumen histórico se desprende que el impacto del euro se ha producido en el punto más alto de un largo proceso de liberalización. Más adelante se comentarán las implicaciones de este hecho, pero conviene realizar aquí unas breves puntuaciones preliminares.

El proceso de liberalización y de modernización en los mercados internacionales de capitales se ha desarrollado con mucha mayor rapidez en los mercados de renta fija que en los de acciones. Este hecho no deja de ser natural: el mercado de Eurobonos comenzó su existencia en 1963 y, a partir de entonces, ha proporcionado una alternativa internacional flexible a los mercados nacionales de obligaciones. Por ejemplo, es poco probable que las autoridades de Estados Unidos hubieran decidido liberalizar el proceso de registro de bonos mediante la introducción del procedimiento conocido como "registro automático" si no se hubiera producido la amenaza competitiva del mercado de Eurobonos. Los mercados de acciones, por el contrario, tienden a permanecer más estrechamente vinculados a la actividad nacional, en parte por razones de reglamentación y en parte por ser más bien limitado el número de empresas que desean entrar en mercados de acciones, si el nacional es un mercado cerrado.

Estas tendencias generales pueden verse reflejadas en el mercado del euro. Es evidente que el mercado de bonos en euros estará casi totalmente integrado en un plazo de apenas seis meses. Por ejemplo, la capacidad de Olivetti para lanzar en euros la emisión de obligaciones societarias más importante hasta el presente es una prueba palpable del gran paso adelante que se ha dado. En la actualidad, es a todas luces posible abordar asuntos esenciales a una escala que permite competir con los Estados Unidos.

Con todo, como se verá con mayor detalle más adelante, la liberalización y la modernización no se han implantado todavía en la misma medida en las bolsas de valores. En el área del euro, en términos generales, existen once mercados de valores independientes. Queda aún mucho trabajo por realizar –por ejemplo, en términos de reglamentación, en términos

de armonización de prácticas de mercado, de creación de una plataforma comercial única y, por último –aspecto ciertamente importante– en lo que respecta a la creación de un marco integrado de compensación y liquidación. Volveremos a tocar estos temas más adelante. Nos centraremos ahora en otra área, la del inversor institucional. Podría aducirse que muchos de los aspectos de la liberalización y modernización comentados hasta ahora han salido a colación a instancias del inversor institucional, y tomamos, pues, desde este momento en consideración el desarrollo y el papel del inversor institucional en los mercados europeos de capitales.

Institucionalización de la inversión

La naturaleza de las entidades que dominan la toma de decisiones de inversión ejerce una gran influencia en la estructura de los mercados de capitales. Durante aproximadamente los últimos 30 años ha existido una tendencia muy marcada tanto en EE.UU. como en el Reino Unido hacia la "institucionalización" de la inversión. Los inversores individuales se han visto progresivamente reemplazados por entidades profesionales que actúan en su nombre.

Se ha apuntado que esta tendencia puede resultar contraproducente, ya que propende a la creación de una "mentalidad gregaria"; algunos críticos han argumentado que los acontecimientos de 1997-98 se originaron en parte por una serie de estampidas de gestores profesionales del dinero en sucesivos mercados asiáticos. El Banco Internacional de Pagos (BIS, por sus siglas en inglés) estudió este tema y llegó a la siguiente conclusión:

"¿Contribuye a la inestabilidad financiera la existencia de un número creciente de inversores institucionales? La respuesta probablemente es negativa en cuanto a causa principal de la turbulencia en los mercados, aunque, dado el tamaño de sus carteras, se convierten de ordinario en el canal principal por el que el voluble estado de ánimo de los inversores se transmite a los mercados financieros" (1).

El BIS señaló también que el impacto de la turbulencia de 1997-98 se produjo en parte por la propia magnitud de estos fondos en relación con los mercados emergentes:

"un hipotético cambio del 1 por 100 en las tendencias de los valores de los inversores institucionales en los países del G-7 procedentes de las acciones nacionales representaría poco más del 1

CUADRO NÚM. 1

1981	Supresión en EE.UU. de la Regulación Q - Se permite que los depósitos bancarios en EE.UU. devenguen intereses superiores al 5,25 por 100. El swap de divisas entre el Banco Mundial e IBM marca el comienzo del mercado de swaps de divisas/tipos de interés.
1982	Se crea en Londres el Mercado Internacional de Futuros Financieros: el primer mercado de futuros financieros fuera de Estados Unidos.
1984	La Comisión de Valores de EE.UU. (SEC) introduce el "registro automático" –por vez primera, el mercado de obligaciones de EE.UU. está en condiciones de igualar en velocidad y en flexibilidad al mercado de eurobonos. Se permite a los organismos gubernamentales japoneses y a las sociedades privadas emitir bonos en euro-yenes. Se permite que algunos bancos extranjeros entren a formar parte del consorcio asegurador de los bonos del gobierno japonés.
1985	El gobierno francés emite los primeros bonos OAT: es el primer paso para la reforma y liberalización del mercado de bonos del gobierno francés. El Bundesbank autoriza swaps de divisas de nuevas emisiones en el mercado del marco alemán. Se permite que los bancos extranjeros incorporados en Alemania puedan ser gestores principales de emisiones en marcos alemanes. Se permiten certificados de depósito, pagarés con tipos de interés variable y valores cupón cero en marcos alemanes. Las autoridades japonesas autorizan los pagarés con tipos de interés variable, los bonos cupón cero y de divisa dual, así como los bonos garantizados. La Bolsa de Valores de Tokio permite la negociación de BGJ a plazo.
1986	El Big Bang en Londres: se permite a los bancos la adquisición de empresas de inversión en valores. Las comisiones negociadas reemplazan en el mercado de valores a las comisiones fijas. Se establece en París el mercado de futuros MATIF; se introduce el contrato nacional de obligaciones a plazo del Estado. El Bundesbank autoriza la entrada de 19 bancos extranjeros en el consorcio de bonos del Estado. Se autoriza la entrada de los primeros miembros extranjeros en Mercado Bursátil de Tokio.
1987	El gobierno francés crea los agentes primarios en el mercado de valores del Estado (especialistas en valores del Tesoro o EVT), según el modelo del sistema vigente en Estados Unidos.
1988	LIFFE introduce el contrato de bonos a plazo. Se crea en Madrid OM Ibérica.
1989	Se crea el MEFF en Barcelona.
1990	Se crea el mercado alemán de futuros (DTB).
1991	La Tesorería francesa autoriza la partición (de OAT de octubre del 2019) al 8,5 por 100. Esta técnica se fue aplicando gradualmente a todos los OAT. Se elimina el impuesto general alemán sobre el tráfico de empresas (que había puesto obstáculos al mercado de certificados de depósito) y las restricciones legales al mercado de efectos comerciales. Se crea el MEFF RF/RV, mediante la fusión del MEFF y OM Ibérica.
1992	MEFF RF comienza a negociar obligaciones a plazo del estado español.
1993	Entran en vigor la Directiva sobre Servicios de Inversión y la Directiva sobre Adecuación del Capital (si bien solamente se pusieron en práctica a escala nacional después de varios años). MEFF RV empieza la negociación de futuros sobre el IBEX-35.
1994	Francia introduce los agentes primarios en valores del Tesoro francés adquiridos con pacto de recompra (repos). Un nuevo acuerdo de mercado sobre repos formaliza la posición legal francesa respecto a dichos valores.
1995	La Bolsa de Valores de Londres lanza el Mercado Alternativo de Inversiones (AIM, por sus siglas en inglés) para asumir el control del Mercado de Valores no Cotizados en Bolsa. El AIM se concentra en sociedades pequeñas y de alto crecimiento. El Mercado Italiano de Derivados (MIDE) empieza a negociar títulos de futuros sobre el índice MIB 30.
1996	La Bolsa de París lanza el Nouveau Marché (Nuevo Mercado) para empresa pequeñas de rápido crecimiento.
1997	Apertura de EASDAQ, del Nuevo Mercado Alemán y del Nuevo Mercado Belga.
1998	Anuncio de los once países que pasan a ser miembros del euro y fijación de los tipos de cambio de sus divisas respecto al euro; entrada en vigor de la UME. Anuncio de la alianza de las bolsas de valores de Londres y Francfort y de la Alianza Globex.
1999	Llegada del euro. Anuncio de la alianza de las bolsas de valores de ocho países. Se anuncia la fusión de Cedel y DB Clearing que da lugar a Clearstream. Aviso de fusión de SICOVAM y Euroclear.
2000	Creación de Jiway. Tradepoint anuncia la negociación en el mercado de valores paneuropeo.

por 100 de la capitalización total del mercado en 1995. Estos mismos fondos equivaldrían a una cuota del 27 por 100 de la capitalización del mercado en las economías emergentes de Asia, y una cuota de más del 66 por 100 de los mercados de valores de América Latina” (2).

En defensa del inversor institucional puede argumentarse que se aprecian claramente algunos beneficios derivados de una creciente profesionalidad en la gestión de las inversiones. Las grandes instituciones pueden, por ejemplo, hacer disminuir los costes de negociación y de ejecución de un modo que los individuos por sí solos no pueden conseguir (si bien la aparición de la tecnología de Internet está atenuando esa ventaja). Las instituciones pueden permitirse realizar una amplia investigación analítica y contar con servicios de apoyo que deben contribuir a una toma de decisiones mejor informada.

En líneas generales, las instituciones implicadas pueden agruparse en tres categorías: compañías aseguradoras –en especial compañías de seguros de vida como captadoras de ahorro a largo plazo–, fondos de inversión y fondos de pensiones. Examinaremos el desarrollo de estas tres categorías en la zona euro.

Fondos de inversión

La Comisión Europea ha trazado grandes planes para crear un mercado único de fondos de inversión en la UE, y en 1985 emitió con este fin una directiva sobre Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM). A tenor de esta directiva, un fondo debidamente autorizado en su país de origen podría comercializarse en toda Europa. Los atractivos de este “pasaporte” implican que la estructura de los OICVM se va haciendo cada vez más importante: se estima que la participación de fondos OICVM en relación con el número total de fondos europeos pasó del 43 por 100 en 1994 al 64 por 100 a principios de 1999 (3). Debería tenerse en cuenta que transcurrieron algunos años antes de que la directiva se pudiera incorporar a las legislaciones nacionales, en realidad no entró en vigor en toda Europa hasta los primeros años de la década de 1990.

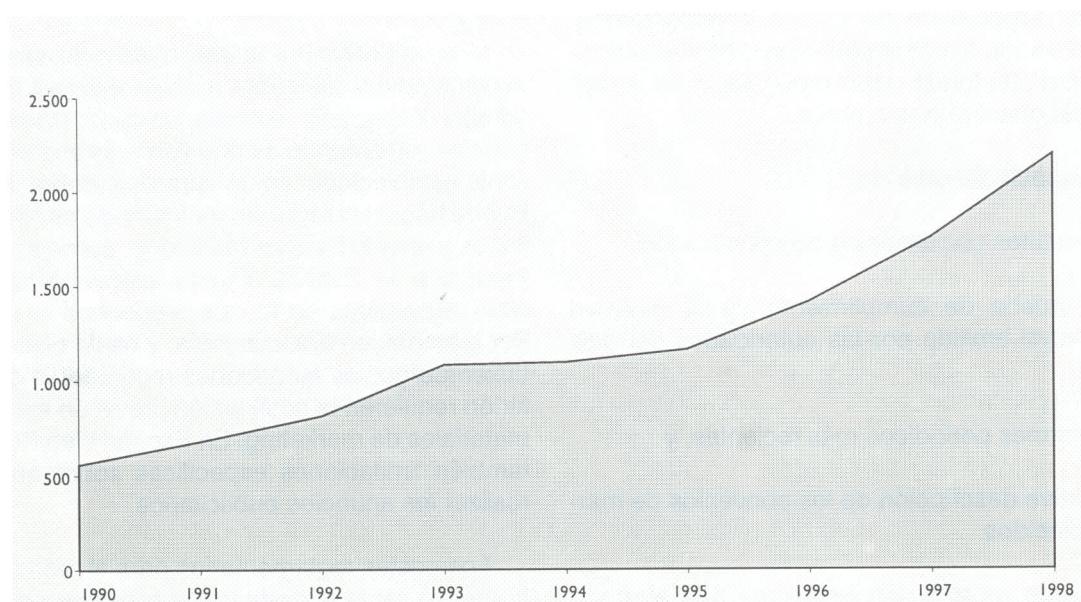
Sin embargo, las empresas de gestión de inversiones todavía tenían que cumplir las normas nacionales de comercialización, que siguen constituyendo un enmarañado mosaico de reglamentaciones restrictivas. Como consecuencia de ello, no se aprecian aún señales evidentes de un mercado paneuropeo de fondos de inversión. Ello no obstante, los submer-

cados individuales han experimentado un fuerte crecimiento durante los últimos años, de manera que el mercado europeo en su conjunto casi se ha cuadruplicado durante la década de 1990 (gráfico 1).

Sin embargo, estamos todavía muy lejos del mercado unificado. Por ejemplo, en la mayoría de los mercados europeos del Mediterráneo, la distribución, incluyendo la red propietaria, se remunera con base en una retrocesión parcial de las comisiones de gestión. Esto implica que la mayoría de los productos vendidos en dichos mercados muestran comisiones de gestión relativamente elevadas y, sin embargo, las llamadas cargas iniciales (comisiones y otros gastos fijos iniciales en una inversión a largo plazo) son comparativamente bajas, cuando las hay. En otros mercados europeos se aprecian comisiones de gestión sustancialmente más bajas, si bien las llamadas cargas iniciales para la distribución al por menor pueden ascender hasta el 5 por 100. En estas condiciones, sigue siendo difícil vender la misma estructura del fondo de inversión, por ejemplo, en Bélgica y en España. Se han investigado varias posibles soluciones para este problema, entre ellas el disponer de diferentes clases de participaciones en los distintos mercados. Sin embargo, hasta la fecha ninguna de ellas se ha considerado como plenamente satisfactoria. En ciertos casos, los grupos de fondos enfrentados a estas diferentes situaciones de mercado han tenido que crear un ámbito específico de fondos para los mercados del Sur de Europa.

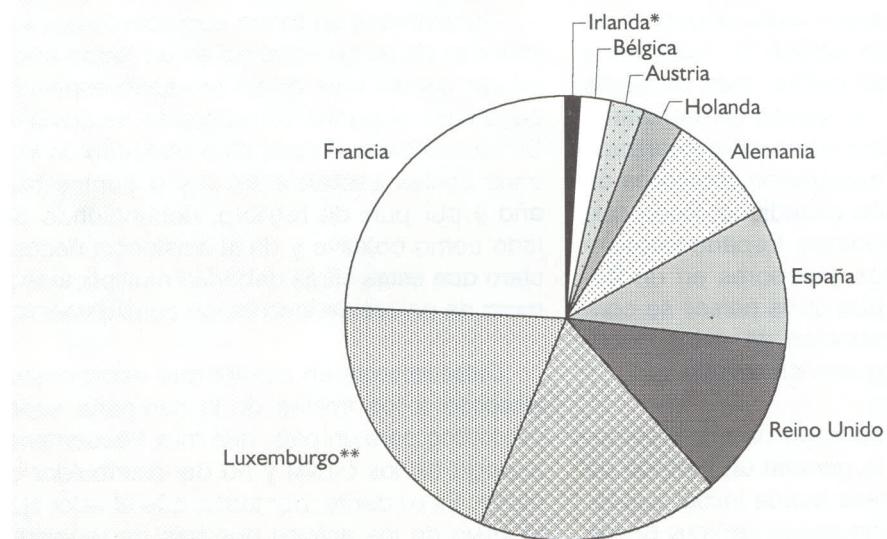
Más aún, los distintos mercados nacionales presentan todavía modelos de inversión muy diferentes debido a diversas razones de índole cultural e histórica. Más adelante analizaremos con detalle los factores subyacentes a estas diferencias, pero, en pocas palabras, el mercado francés creció rápidamente durante los últimos años de la década de 1980 y en los primeros de la de 1990 gracias al incremento de los fondos del mercado monetario. Estos fondos eran atractivos, en parte, por razones tributarias, pero debido también a que en Francia estaba prohibido pagar intereses por cuentas corrientes bancarias (prohibición levantada sólo recientemente, cuando la llegada del euro implicó que, de persistir aquella norma, se produciría un éxodo de flujos monetarios hacia otros países). Mientras el mercado francés está creciendo con lentitud en sus cifras totales (pero desviando su composición hacia los títulos de capital) los mercados italiano y español han crecido con rapidez y, en términos de valor en activos de sus OICVMM, han superado a Alemania, que es actualmente el sexto mercado más importante de Europa por su tamaño total (gráfico 2).

GRÁFICO I
ACTIVO TOTAL NETO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA
(Miles de millones de ecus)



Fuente: FEFSI.

GRÁFICO 2
**DISTRIBUCIÓN DEL ACTIVO TOTAL NETO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN
EN LA UNIÓN EUROPEA (POR PAÍSES) (31/12/1998)**



(*) Al 31/12/1997

(**) Al 30/09/1998

Fuente: FEFSI.

Puede ser útil observar que la asociación de fondos europeos de inversión, FEFSI, ha encargado un estudio sobre las restricciones de carácter nacional todavía existentes, más allá de lo que requiere la directiva del OICVM sobre negociación de fondos transfronterizos. Como es sabido, la directiva sobre los OICVM establece que el gerente del fondo debe presentar a las autoridades reguladoras del país anfitrión:

- 1) el prospecto de emisión;
- 2) los estatutos sociales/acta de constitución;
- 3) una prueba de cumplimiento de la directiva sobre los OICVM emitida por las autoridades del país de origen;
- 4) los informes periódicos más recientes, y
- 5) una breve descripción de los convenios de marketing establecidos.

La encuesta mostró, sin embargo, que algunos países encuestados tenían además otros requisitos que iban mucho más allá de los requerimientos establecidos en la directiva de los OICVM: inclusión de información detallada obligatoria en el prospecto de emisión o el requisito de un documento adicional, como el exigido en Italia (Documento Integrativo), en Alemania (representante fiscal, *Rücktrittsklausel*), en Francia (*prospectus abrégé*), en Suiza (la norma 2/3), o en España, donde requiere traducciones juradas.

Prácticamente todas las autoridades supervisoras de los países anfitriones, a excepción de Alemania e Irlanda, requieren información mucho más detallada respecto al producto y a los convenios de marketing. Francia, por ejemplo, exige la cartera pormenorizada y Suiza requiere incluso una aprobación específica de los planes de comercialización expedidos. En lo que respecta a los informes periódicos, España requiere que se sean entregados a los inversores en un formato determinado, en tanto que otros países se contentan con la simple disponibilidad de estos documentos periódicos cuando alguien los solicite.

Después de presentar la solicitud para la distribución transfronteriza, hay por lo general un período de espera antes de que la empresa pueda iniciar sus tareas de marketing. Este período puede ser muy breve, como en el caso del Reino Unido, por ejemplo, o puede ser de un mínimo de dos meses, como en Alemania e Italia. Es evidente que estos plazos de espera, juntamente con el tiempo empleado en el esta-

blecimiento del OICVM en el país de origen, a menudo hacen difícil el oportuno lanzamiento de los productos e impiden la explotación de oportunidades específicas de mercado a corto plazo.

Una vez obtenida la aprobación, existen otros requisitos adicionales para mantener ésta a lo largo del tiempo. Y hay, una vez más, un cierto número de exigencias reglamentarias que van más allá de los requisitos establecidos en la directiva sobre los OICVM. Puede haber un requisito de informes periódicos detallados y estadísticas de marketing, como es el caso en Francia y en España. Puede asimismo haber requisitos específicos en lo que respecta a la publicidad. Por ejemplo, en Francia, Italia, y hasta cierto punto en Luxemburgo, las autoridades reguladoras del país anfitrión requieren la notificación previa de anuncios y de materiales de marketing. En España y en Suiza se dan también limitaciones específicas sobre quién puede realizar los anuncios publicitarios.

Los costes reglamentarios para el marketing transfronterizo, tanto el coste inicial como los costes repetitivos, son bastante considerables y se convierten en claros obstáculos para el establecimiento de una verdadera distribución de fondos paneuropeos. Incluyen el coste inicial de inscripción: asistencia legal, traducciones, derechos de registro, etc., que pueden amortizarse durante varios años. A estos hay que añadir los costes anuales, como los de publicaciones, traducción de informes, informes de supervisión, informes tributarios, agente representante local (agente fiscal, pagador).

Considérese un fondo con activos por valor de 50 millones de euros –que no es un fondo importante, a no ser que se trate de un producto especializado, en cuyo caso sí podría considerarse de cierta magnitud. Se ha estimado (4) que para un fondo de este tipo dichos costes oscilan entre 3 y 6 puntos básicos por año y por país de registro, dependiendo del país fijado como objetivo y de la asistencia necesaria. Está claro que estas cifras deberían multiplicarse por el número de países de inscripción considerados.

Debe tenerse en cuenta que estos costes han de añadirse a los costes de la campaña específica de marketing para un país, que muy frecuentemente está a cargo de los OICVM y no del distribuidor o del promotor. Es evidente, por tanto, que el valor fijado como objetivo de los activos que han de reunirse en cada mercado debe ser sustancial –tal vez hasta 25 millones de euros– para no obstaculizar el rendimiento y para acceder a las economías de escala que se precisan.

Puede muy bien ser ésta una de las razones por las que muchos fondos tienden a concentrarse en los mercados que se consideran como los más lucrativos, en lugar de convertirse en verdaderos fondos paneuropeos. En este punto, las cifras hablan por sí solas: Alemania, e incidentalmente Austria, representan los mercados-objetivo para el 35 por 100 de todas las inscripciones transfronterizas. El grupo que les sigue está integrado por Francia, el Reino Unido, Bélgica y Holanda, que representan el 40 por 100, en tanto que los mercados del Mediterráneo sólo atraen a un reducido 15 por 100 de todas las inscripciones transfronterizas (5).

Conviene recordar que el marketing y la publicidad fueron excluidos deliberadamente de la Directiva sobre los OICVM, de suerte que siguen sujetos a las disposiciones nacionales vigentes en cada estado miembro. Como se ha observado, los estados han conseguido ciertamente impedir la formación de un mercado único gracias a sus requisitos –a menudo arbitrarios– referidos al marketing y a la publicidad.

Otro elemento que permanece fuera del ámbito de la Directiva sobre los OICVM tiene que ver con la fiscalidad. Aparte del problema del tratamiento fiscal armonizado de los fondos de inversión en toda Europa, debería señalarse que algunos países anfitriones se han impuesto restricciones reglamentarias a los fondos de inversión transfronterizos por razón de sus específicos requisitos fiscales nacionales. Figura entre ellos el requisito de la designación de un representante fiscal en Alemania y en Italia. Asimismo, en España e Italia existen ciertos requisitos de presentación específica respecto a las inversiones que el fondo extranjero autorizado ha realizado en el país anfitrión. Constituyen otro coste extraordinario los complicados cálculos fiscales que debe realizar el fondo extranjero o su distribuidor en las diversas jurisdicciones. Estas incluyen el *Zwischengewinn* o el *Auschiüttungsgleiche Erträge* alemanes.

En resumen, es evidente que queda mucho por hacer para poder crear un mercado único de fondos de inversión. Será éste un mercado en el que no sólo resultará igual de fácil (y barato) para un inversor colocar fondos en un gestor alemán, francés o español, sino que también será igual de fácil y barato para una empresa paneuropea de administración de inversiones gestionar fondos en cada una de esas localizaciones.

El proceso de búsqueda para la creación de un mercado único sigue adelante. La Comisión emitió recientemente dos propuestas relacionadas con la re-

gulación de los sistemas de inversión colectiva. En virtud de la primera propuesta, se modificaría la Directiva vigente sobre los OICVM, la Directiva 85/611/CEE del Consejo. Se daría a los OICVM mayor flexibilidad para invertir en instrumentos del mercado monetario, depósitos bancarios y derivados. Permitiría también a los países autorizar que un OICVM realizara inversiones de más del 10 por 100 de sus activos en otro fondo de inversión colectiva bajo ciertas condiciones ("fondo de fondos"). No permitiría los fondos *master/feeder funds*.

Mediante la segunda propuesta, se establecería un nuevo marco reglamentario que permitiría que una empresa de gestión, siempre que satisficiera las normas mínimas establecidas en la directiva y fuera autorizada en su país de origen, pudiera prestar servicios de administración de inversiones en otros países miembros, incluso a través de sucursales. Para realizar negocios fuera de su país de origen, la compañía gestora presentaría documentos de notificación al regulador del país de origen, quien, a su vez, informaría a los reguladores del país anfitrión. Si bien este nuevo sistema prevé una cooperación más estrecha entre los reguladores de los países de origen y anfitrión, asignaría por lo general al regulador del país de origen la responsabilidad de la regulación de las compañías de administración de inversiones. Con ello se permitiría, por primera vez, que las empresas de administración de inversiones contaran con un "pasaporte" similar al que actualmente existe para los bancos y para las sociedades de valores. Hasta ahora, el entorno de los OICVM ha otorgado el pasaporte al fondo, pero no al administrador de inversiones.

La evolución de las propuestas de la Comisión sufrió un retraso, al no llegar a completarse la nueva directiva antes de las elecciones europeas, lo que supuso que el proceso tuviera que ser reanudado una vez constituido el nuevo Parlamento Europeo. El Parlamento saliente había propuesto también que se permitiera la inclusión de derivados OTC. Al someter de nuevo sus propuestas, la Comisión aumentó el monto del capital exigido a las sociedades de administración de fondos (basándose en el hecho de que si hubieran de administrar derivados tendrían que contar con los recursos suficientes para ello). La propuesta sigue abriendose camino entre la burocracia de la Unión Europea.

En vista del fracaso de la directiva original sobre los OICVM en la creación de un mercado único paneuropeo para los productos de inversión conjunta, es difícil pensar que la llegada del euro pueda causar un impacto importante en lo referente al marketing del

negocio. Puede dar lugar, sin embargo, a una cierta consolidación en toda Europa a medida que el clima competitivo se vaya endureciendo. No obstante, no cabe duda de que el marco macroeconómico general ha contribuido a un importante desplazamiento hacia los fondos mobiliarios en toda Europa, a costa del mercado monetario y de los fondos de bonos (gráfico 3).

Un último punto a comentar en el presente contexto es la comparación con el sector de los fondos de inversión en EE.UU. Un factor de particular interés que ha contribuido al fuerte crecimiento del sector en Estados Unidos ha sido el papel que han desempeñado los fondos de inversión mobiliaria en el campo de las pensiones. Dicho papel se ha visto impulsado por dos tendencias: en primer lugar, por el cambio registrado en EE.UU. desde el plan de "beneficio definido" hasta el plan de "contribución definida". En segundo lugar, porque el crecimiento de ese último sector ha ido acompañado de convenios en virtud de los cuales los patronos pueden hacer que los fondos de empleados se inviertan en términos competitivos en fondos de inversión mobiliaria conjunta. El vehículo más conocido para este propósito es la llamada Cuenta Individual de Retiro (IRA, por sus siglas inglesas) y los fondos 401(k), denominados estos últimos de acuerdo con la disposición pertinente en el código fiscal, si bien la Sección 403(b) y los fondos 457 tienen características similares. El gráfico 4 expone la forma en la que estas tendencias han contribuido a la inversión en fondos de inversión. Por comparación, un bajo porcentaje de planes de beneficios definidos se invierten de esta manera –los gestores especializados suelen invertir directamente estos fondos en la Bolsa de valores, en lugar de hacerlo mediante fondos de inversión.

FRANCIA

Como se explicó anteriormente, Francia es en cierto modo el mercado de fondos de inversión mobiliaria más importante de Europa. Sin embargo, no está creciendo a un ritmo particularmente rápido. El gran tamaño del mercado se debe en cierta medida a la importancia que revisten los fondos del mercado monetario. Esa importancia se debe, a su vez, a la prohibición de pagar intereses por depósitos bancarios en cuenta corriente, aunque conviene precisar que la prohibición se levantó a raíz de la llegada del euro, que la hacía inaplicable.

El ahorro de las unidades familiares ha ido cambiando gradualmente su estructura desde 1986. En 1996, los fondos del mercado monetario recuperaron su nivel de 1986 (25 por 100 de los fondos en circulación), al verse afectados por medidas fiscales menos

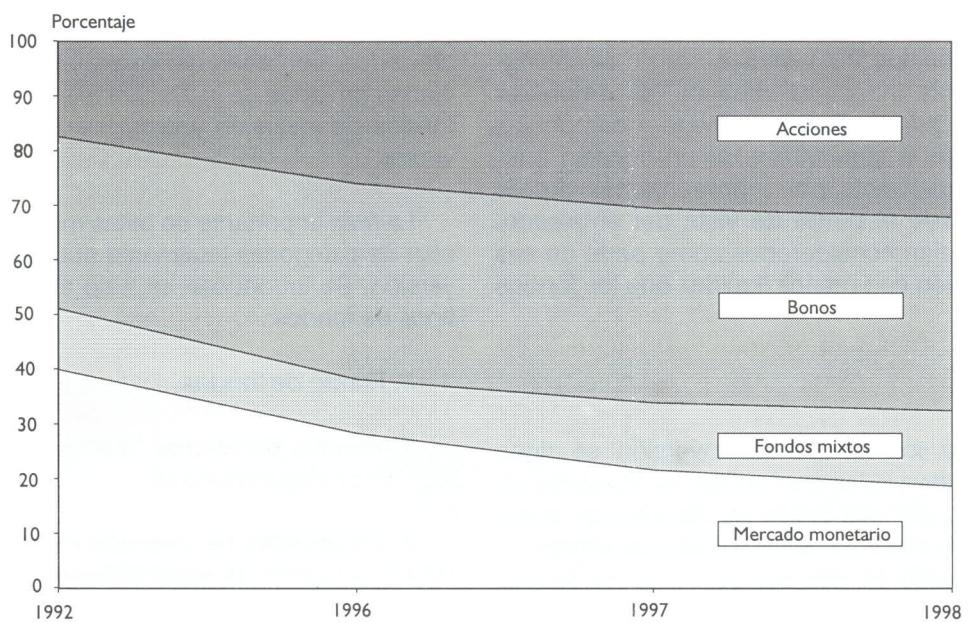
favorables y por el regreso a una curva de rendimientos positivos. Las inversiones en bonos de las unidades familiares se han mantenido estables desde 1987, no obstante la fuerte suscripción de bonos del Tesoro de 1993, y representan cerca del 5 por 100 del total de las inversiones. La cuota de acciones ha permanecido estable durante los diez últimos años (cerca del 30 por 100 en 1996, con casi una tercera parte de dicho porcentaje en títulos con cotización oficial y el resto en fondos de inversión mobiliaria o en otros productos). Sin embargo, las recientes privatizaciones han contribuido a elevar las tenencias de acciones (en 1997, el 11 por 100 de las unidades familiares poseían acciones, frente al 7,3 por 100 en 1996).

De los 89 fondos mobiliarios lanzados en 1997, 18 estaban vinculados al plan de ahorro en acciones con eficiencia tributaria, el Plan d'Epargne en Actions (PEA, por sus siglas en francés), que fue lanzado en septiembre de 1992. Los inversores pueden colocar hasta 600.000 francos franceses en un PEA, pudiendo ascender tal cifra hasta 1,2 millones de francos en el caso de matrimonios. En abril de 1996, el número de titulares de cuentas de PEA había llegado a los 2,4 millones.

Los principales productos de ahorro que compiten con los fondos de inversión en Francia son las cuentas de ahorro gestionadas por el Estado, los planes de ahorro para la vivienda y los seguros de vida. Las primeras incluyen el *Livret A*, el *Codevi* y el *Livret Bleu*. El rendimiento de estos productos había descendido en enero de 1996 desde un 4,5 por 100 (nivel que se había mantenido fijo durante los diez años anteriores) hasta un 3,5 por 100. Este descenso obedecía en parte a la necesidad de estimular los gastos de consumo y en parte al interés en apaciguar a los bancos comerciales que habían presentado quejas sobre el monopolio de las cajas de ahorros del Servicio de Correos y de las ganancias estatales en la distribución de las cuentas de ahorro exentas de impuestos.

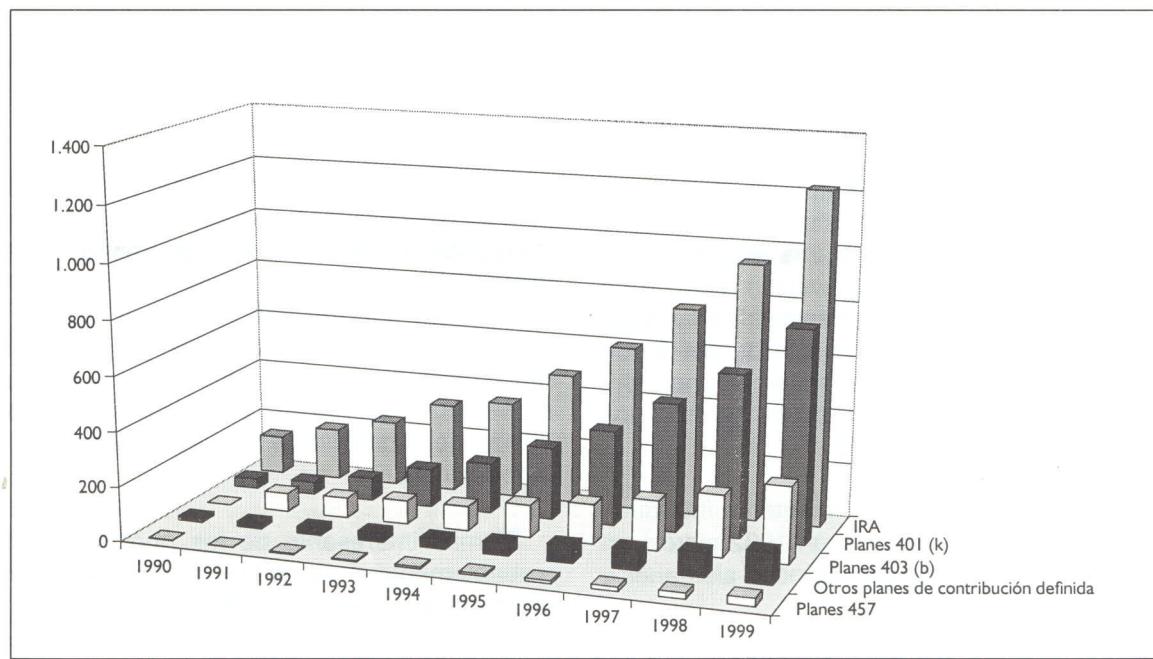
Además, los planes de ahorro patrocinados por las empresas (fondos de inversión de colocación por empresas – FCPE, por sus siglas en francés) han adquirido importancia en Francia desde su introducción al amparo de reglamentaciones emitidas en 1967, en virtud de las cuales se requiere que las empresas con más de 100 empleados compartan una parte de sus beneficios con su fuerza laboral. La legislación requiere que la participación que corresponda a los empleados se congele durante un período de cinco años. Durante este período, pueden mantenerse los recursos en cuentas bancarias o en fondos FCPE. Por

GRÁFICO 3
**DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS NETOS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN
 EN LA UNIÓN EUROPEA (POR TIPO DE FONDO)**



Fuente: FEFSI.

GRÁFICO 4
ACTIVOS EN PODER DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESTADOS UNIDOS 1990-1999
 (Miles de millones de dólares)



otra parte, las empresas pueden crear fondos especiales para recaudar la participación que corresponde a los empleados e invertirlos en planes de ahorro de empresa (PEE, por sus siglas en francés). La administración de la casi totalidad de los FCPE (incluyendo los relacionados con los PEE) está a cargo de instituciones financieras independientes de las empresas patrocinadoras, principalmente bancos y compañías de seguros, bajo la supervisión de un consejo integrado mayoritariamente por representantes de los empleados. Desde el punto de vista del empleado, estos fondos serían considerados como parte de sus inversiones, si bien con menos liquidez que los fondos tradicionales.

ALEMANIA

En Alemania los fondos de inversión se rigen según la ley relativa a las compañías de inversión de capitales (KAGG, por sus siglas en alemán) de enero de 1970, con diversas modificaciones posteriores. El sector está dividido en dos partes: la de los fondos públicos, que venden participaciones al público en general; y la de los fondos especiales (*Spezialfonds*), que emiten exclusivamente sus participaciones para un grupo limitado de inversores, tales como compañías de seguros, fondos de pensiones y otras sociedades. Desde marzo de 1990 pueden lanzarse fondos especiales para hasta 10 inversores, a condición de que no sean "personas naturales". Como demuestra el gráfico 5, los *Spezialfonds* han aumentado rápidamente durante estos últimos años en comparación con los fondos públicos.

Los *Spezialfonds* cuentan con algunas ventajas fiscales y contables para el inversor institucional, lo que puede hacerlos más atractivos que los de inversión directa. Así, por ejemplo, las ganancias de capital sólo están sujetas a impuestos al distribuirse sus beneficios o al devolverse los certificados de fondos para su amortización. Además, la Kapitalanlagegesellschaft (KAG) recibe directamente la desgravación fiscal de los pagos de dividendos, en lugar de transferirla a las autoridades fiscales hasta que los beneficios del fondo hayan sido distribuidos. Puede invertirse el dinero durante el período intermedio, con lo que se crea una ganancia adicional para el inversor.

Como muestra el gráfico 6, el intento de introducir las retenciones fiscales en origen en 1992 ejerció un notable efecto en la elección entre fondos alemanes y luxemburgueses.

A partir de ese año, el mercado alemán se ha desarrollado considerablemente, habiéndose aprobado

diversas medidas de reforma, la más reciente de las cuales es la Tercera Ley sobre Promoción de Mercados Financieros, aprobada por el Bundesrat en febrero de 1998. Esta ley se propuso, entre otras cosas, fortalecer la competitividad internacional de las sociedades alemanas de inversión, complementar los planes privados de jubilación mediante inversiones en fondos de inversión y promover la protección del inversor.

La más importante de estas medidas es la introducción de categorías totalmente nuevas de fondos de inversión. Se introducen en este ámbito cuatro nuevos tipos de fondos:

1. Fondo de fondos.

2. Fondos de valores "mixtos" y fondos de inversión en bienes inmuebles.

3. Sociedades de inversión mobiliaria de capital limitado en forma de sociedades por acciones.

4. Fondos de inversión de "provisión para la vejez".

La introducción del fondo de fondos representa el regreso a tiempos anteriores a la década de 1960 y al escándalo del fondo de fondos Bernie Cornfeld IOS. Al autorizar los fondos de valores mixtos y de inversión en bienes inmuebles se permite que un fondo pueda combinar la administración de una cartera de propiedades con la de una cartera de valores. De este modo, por ejemplo, las tenencias directas de propiedad pueden combinarse con tenencias en fondos de inversión en bienes inmuebles dentro del mismo fondo.

La introducción de sociedades de inversión mobiliaria de capital limitado en Alemania no parece haber obedecido al impulso de la demanda. El principal factor que llevó a su introducción fueron las críticas de Bruselas en relación con la política vigente en Alemania, en virtud de la cual no se permitían las sociedades de inversión de capital limitado, y que restringía la posibilidad de que las sociedades extranjeras de inversión de capital limitado pudieran entrar en el mercado alemán.

El más interesante de los nuevos vehículos es probablemente el de los fondos de inversión de "provisión para la vejez" AS (Altersvorsorge Sondervermögen). El objetivo principal en la introducción de esta nueva categoría de fondos fue la promoción del "tercer pilar" del sistema alemán de pensiones, es

GRÁFICO 5
LA INVERSIÓN INSTITUCIONAL EN ALEMANIA
(Millones de marcos alemanes)

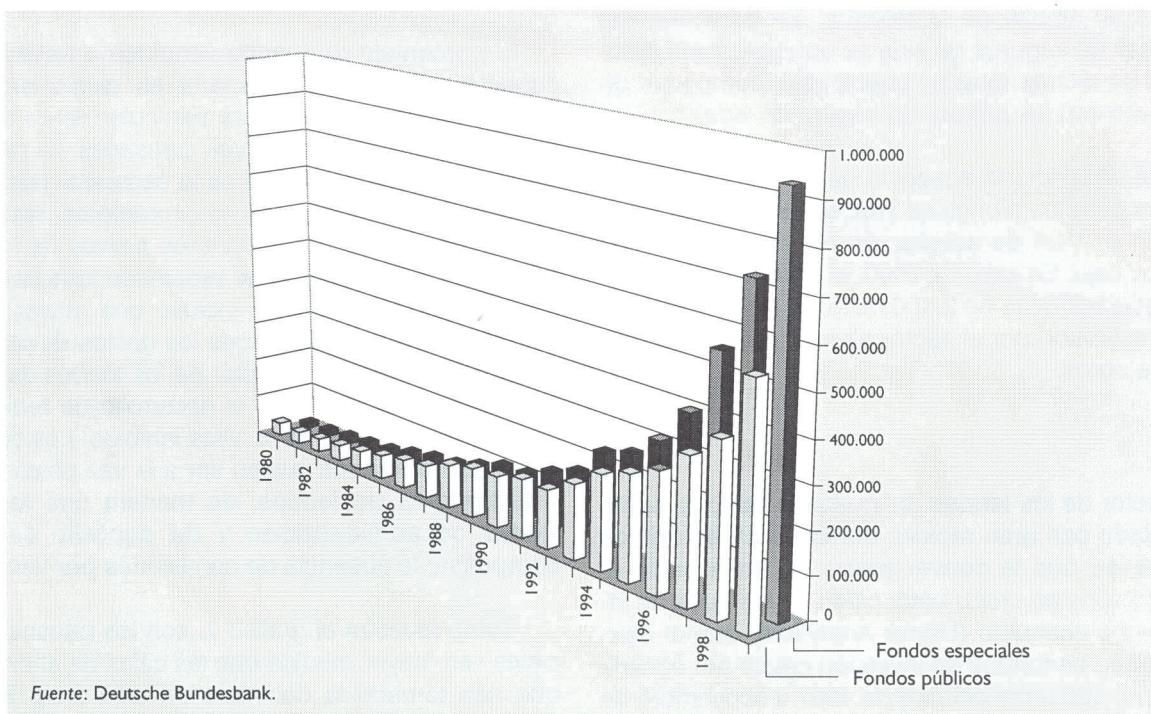
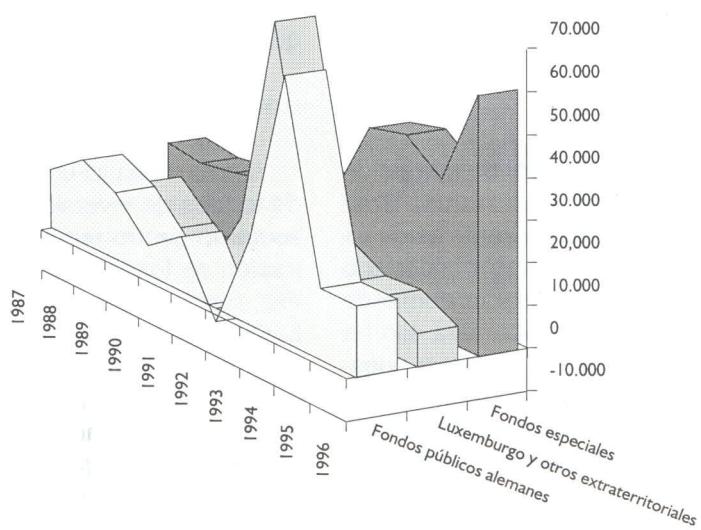


GRÁFICO 6
ALEMANIA: FLUJOS DE INVERSIÓN EN FONDOS PÚBLICOS Y FONDOS ESPECIALES
(Millones de marcos alemanes)



Fuente: Deutsche Bundesbank.

decir, de los planes de pensiones privados (en adición a los planes de prestaciones para los empleados y al sistema de seguridad social). La introducción de estos fondos fue con mucho el tema más publicitado y debatido en el ámbito de la reforma. En particular, las compañías de seguros de vida se opusieron a la introducción de dichos fondos, puesto que competían directamente con las pólizas de seguro de vida.

En tal situación, la ausencia de beneficios fiscales explícitos para los planes AS implicó que en un primer momento el nivel de aceptación de estos productos fuera muy bajo. En junio de 2000, el volumen de fondos AS en circulación fue de 2.400 millones de euros sobre un total estimado por el sector alemán de 432.600 millones de euros.

ITALIA

El sector de los fondos de inversión italianos se ha desarrollado con gran rapidez durante los tres últimos años, desde que la convergencia de Italia hacia el euro trajo consigo una brusca caída de los tipos de interés. Se ha estimado (Lipper Analytical) que el mercado italiano de fondos de inversión creció por encima del 100 por 100 entre octubre de 1997 y septiembre de 1998.

Las estimaciones referidas a la distribución de las tenencias en fondos italianos de inversión a fines de 1998 son las siguientes:

Fondos en bonos	54,9 por 100
Fondos mixtos	7,9 por 100
Fondos mobiliarios	18,8 por 100
Fondos de mercado monetario	18,4 por 100

Fuente: Assogestioni.

ESPAÑA

A partir de 1991, el mercado español de fondos de inversión ha mostrado un rápido crecimiento. Gran parte del crecimiento experimentado durante estos últimos años puede atribuirse al esfuerzo concertado abordado por el gobierno para estimular la demanda en esta área. El principal medio utilizado para ello ha sido la introducción de dos leyes, la ley presupuestaria y la ley sobre pensiones personales, que establecieron un régimen fiscal más favorable y coherente para aproximar la práctica fiscal española a la de otros países europeos.

Otro estímulo para el crecimiento de este mercado ha sido el fomento, por parte del gobierno y de los

fondos más importantes, de los fondos de deuda pública y que combinan un bajo riesgo con rendimientos relativamente altos (6).

El porcentaje de fondos vendidos a través de sucursales bancarias en España es sumamente alto. España es un país que está particularmente bien dotado de redes de sucursales bancarias: la densidad de agencias por habitante es la segunda más alta de Europa. A los bancos, como promotores, les corresponde más del 80 por 100 de los activos de fondos a través de sus compañías de propiedad total para la administración de fondos, e incluso una mayor proporción de sus ventas. Dado que los gastos de puesta en marcha y manejo en el sector de los fondos españoles son apenas significativos, el desarrollo de redes independientes de venta se ha visto inhibido. Los bancos y las cajas de ahorros suelen ser a la vez promotores y distribuidores de fondos, de manera que las comisiones de administración y de depósito tienden a compensar la ausencia de comisiones por venta.

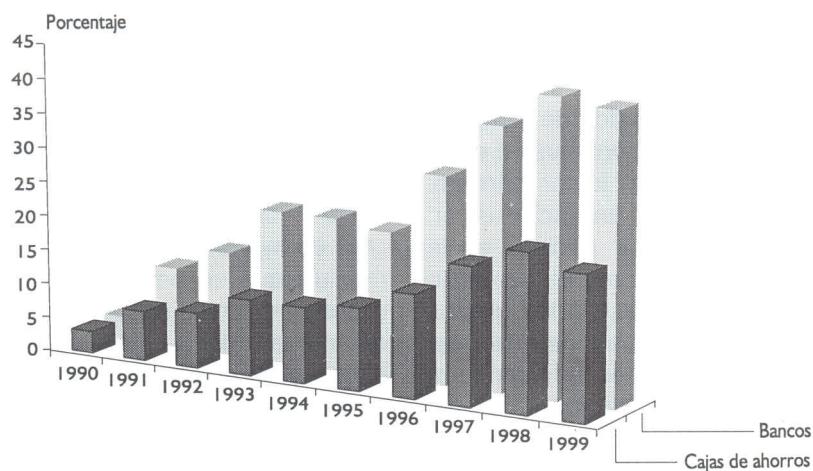
Como muestra el gráfico 7, son los bancos comerciales –en mayor medida que las cajas de ahorros– los que han tomado la delantera en esta área. El crecimiento del negocio ha sido lo suficientemente rápido como para que los activos administrados por los bancos comerciales se hayan acercado en importancia al volumen de su base de depósitos.

Una característica destacable del mercado español es que la inmensa mayoría de los flujos institucionales se realizan a través de inversiones directas en fondos de inversión; el volumen de los activos de pensiones es reducido (a pesar de que crecen más rápidamente, a partir de una base mucho más pequeña), tal como se muestra en el gráfico 8.

LUXEMBURGO

Como muestra el gráfico 2, que recoge los activos de fondos de inversión por países, Luxemburgo es el segundo centro europeo más importante en administración de fondos. Una de las razones principales de ello, como se comentó anteriormente, es el papel de Luxemburgo en la atracción de fondos desde Alemania, debido a la existencia de un impuesto alemán de retención en origen. Los bancos alemanes realizan importantes operaciones en Luxemburgo. En algunos casos, sin embargo, su perfil podrá ser algo más bajo en el futuro a resultados de la tendencia a posiciones más activas por parte de las autoridades fiscales alemanas. Con todo, Luxemburgo ha sabido edificar un sólido soporte sobre la base de este crecimiento,

GRÁFICO 7
ESPAÑA: RELACIÓN ENTRE ACTIVOS DE FONDOS DE INVERSIÓN (1)
Y DEPÓSITOS EN BANCOS Y CAJAS DE AHORROS (2)

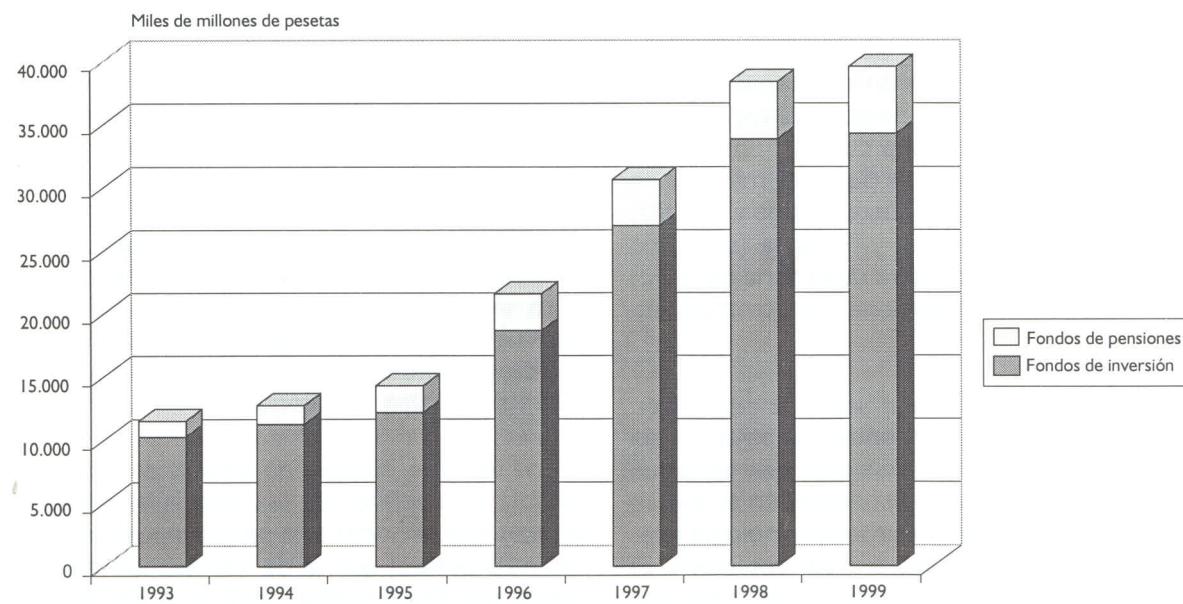


(1) Administrados por compañías propiedad de bancos y de cajas de ahorros, respectivamente.

(2) Porcentaje de activos de fondos de inversión respecto a depósitos + activos de fondos de inversión.

Fuente: Informe anual 1997 de la CNMV, pág. 82, y 1998, pág. 93.

GRÁFICO 8
INVERSIÓN INSTITUCIONAL EN ESPAÑA



Fuente: Bolsa de Madrid, *Anuario 1999*, pág. 101, y 2000, pág. 102.

hasta convertirse en un importante centro de marketing transfronterizo de fondos de inversión (juntamente con Dublín, que ha desempeñado un papel similar al de Luxemburgo, si bien siempre más orientado hacia el mercado mayorista).

PERSPECTIVA GENERAL

El desarrollo del sector de los fondos de inversión en el área del euro es, como podrá apreciarse a partir del análisis de otras alternativas, el factor principal para crear una cultura de inversión en acciones, en contraste con el enfoque tradicional basado en la renta fija y en los depósitos bancarios. Es probable que el desarrollo, sumamente rápido, de los grupos de gestión de fondos en toda Europa siga adelante, especialmente si se considera que es también probable que las grandes empresas estadounidenses procuren seguir implantándose en este mercado tan atractivo. No cabe duda de que éste será el sector clave para la administración institucional de fondos durante la próxima década.

Fondos de pensiones

El segundo mayor canal, en potencia, para el ahorro europeo lo constituyen las pensiones. Suele decirse que Holanda cuenta con el único sector desarrollado de fondos de pensiones en el área del euro, si bien esta afirmación tiende a una excesiva simplificación, ya que se centra solamente en una parte del cuadro general de las pensiones.

Es habitual hablar de los tres "pilares" del sector de las pensiones. El primero de ellos es la pensión estatal; el segundo es la pensión ocupacional (empresas), y el tercero la pensión personal privada. Todos los países de la Unión Europea cuentan con planes estatales, que desempeñan un papel dominante en Austria, Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo y España. En Finlandia, Alemania, Irlanda y Holanda (así como en Suecia y el Reino Unido, fuera de la zona del euro) los planes de pensión ocupacional son también importantes.

Existe una notable confusión sobre la manera en que operan los sistemas de pensiones privados en Europa debido a su notable diversidad, que tiene sus raíces en el contexto histórico específico en el que se desarrollaron, pero también a que la terminología referida a este contexto contribuye a crear confusión. El término "pensiones privadas" puede hacer referencia a todos aquellos sistemas que no están directamente manejados por el Estado, o bien a los planes ocupacionales en el sector privado, o también al mucho más

limitado "tercer pilar" de los planes de pensiones tomados individualmente.

Además, el carácter de "privado" se confunde muchas veces con el de "financiado". El término privado se refiere a quién está gestionando el plan. Pero el término financiado se refiere a la manera en que se acumula el capital. De ordinario, los planes privados son financiados, mientras que los planes públicos operan sobre la base del pago a medida que se percibe la renta. Sin embargo, el Seguro Federal de Vejez y Viudedad y el Seguro de Incapacidad (OASDI, por sus siglas en inglés) en EE.UU. es un programa de pago a medida que se percibe la renta que ha acumulado grandes reservas (en torno a los 500.000 millones de dólares en 1995). Estas reservas pertenecen al gobierno y no a los beneficiarios. Por otra parte, el sistema alemán de pensiones permite a las empresas realizar provisiones contables (y no necesariamente efectivas), sin que los activos se vean afectados. Cerca del 75 por 100 de los planes alemanes de pensiones ocupacionales no están financiados. Así pues, el sistema privado alemán es mucho menos "financiado" que el sistema público de Estados Unidos.

Es evidente que si bien la privatización de la inversión de activos para pensiones puede generar mayores rendimientos para algunos individuos que si confiaran en la seguridad social, no pueden resolverse de este modo los problemas de financiación ya existentes. A medida que la *ratio* de apoyo desciende, el cumplimiento de los compromisos contraídos con los trabajadores de hoy requerirá impuestos más elevados de los trabajadores del mañana. La única alternativa que resta es renunciar al cumplimiento de aquellos compromisos, alargando la edad de jubilación o recortando las prestaciones. Si se desvían activos desde los pagos de la seguridad social a cuentas privadas, no se lograría sino empeorar las condiciones de financiación del sistema público. Los impuestos desviados a cuentas privadas no pueden utilizarse para el cumplimiento de las obligaciones del gobierno. Lejos de ser una alternativa a los aumentos de impuestos o a los recortes de prestaciones, el cambio a un sistema parcialmente prefinanciado supondría considerables costes transitorios.

Un reciente informe de Laurence Kotlikoff y Willi Liebfritz (7) sugiere que los futuros estadounidenses tendrán que soportar una carga impositiva un 50 por 100 más pesada que la de los nacidos hoy. Los alemanes del futuro podrían tener que pagar un 90 por 100 más de impuestos netos durante su vida que los alemanes nacidos hoy, en tanto que los japoneses del mañana tendrán que pagar impuestos más de dos

veces y media superiores a los de los japoneses actuales. Si bien las cifras exactas son altamente sensibles ante las predicciones demográficas y ante algunas otras suposiciones, no dejan de señalar que los gobiernos de diversos países desarrollados se enfrentan a tremendos problemas futuros de financiación, gracias a sus sistemas de pensiones. Este problema de la financiación sólo podrá resolverse mediante subidas de impuestos o mediante la reducción de los beneficios. La privatización no puede ser solución para el problema básico.

Dicho esto, el desarrollo del “segundo pilar” de planes privados de pensiones revestirá gran importancia para seguir adelante. Los gobiernos confiarán en que sus poblaciones no se den cuenta del dilema que acabamos de esbozar. Procurarán que la generación actual pague por la de sus padres y por sus propias pensiones, haciendo, al parecer, que este proceso sea menos penoso estimulando los planes privados de pensiones. Como muestra el gráfico 9, el nivel de provisión para pensiones varía considerablemente entre los principales países de la Unión Monetaria Europea.

La medida en que se provisionan los planes de pensiones depende en buena medida de las pautas tributarias. El cuadro núm. 2 esquematiza la situación en los países de la Unión Europea.

Otro factor es, por supuesto, el papel regulador del gobierno, que ha variado ampliamente. El resultado es una pauta muy heterogénea de disposiciones para pensiones en toda Europa (cuadro núm. 3).

Uno de los retos clave a los que se enfrentan los países europeos es la tendencia demográfica que prevé una reducción del número de trabajadores en relación con el número de pensionistas (la llamada “ratio de mantenimiento”). Como señalan los gráficos 10, 11 y 12, Alemania y Francia deberán hacer frente a disminuciones sostenidas de sus *ratios* de mantenimiento, si bien el declive de Italia es el más agudo.

Pasaremos ahora a analizar algunas de las influencias clave en los programas nacionales. Se demostrará con ello el hecho de que no puede haber una solución única a la llamada bomba de tiempo demográfica que afectará a los sistemas de pensiones en la zona euro.

FRANCIA

Vale la pena observar que la oposición histórica en Francia a los planes de pensiones financiados es, en

gran medida, el resultado del fracaso durante la década de 1930 y en los primeros años de la década de 1940 de algunos planes de pensiones financiados para proporcionar una renta adecuada a sus miembros. Ello se debió en gran medida a la depreciación de la deuda pública y al impacto de la guerra en los valores.

Como resultado, en Francia se ha producido una tendencia a considerar el sistema de pago con cargo a los ingresos corrientes como mucho más seguro que el plan financiado, puesto que este último no puede garantizar el valor de las sumas invertidas de la manera en la que lo hace el Estado. Frente a este argumento, sin embargo, debería señalarse que en el ambiente post-Maastricht, la garantía del Estado tiene menos valor, puesto que ya no puede emitir dinero automáticamente para cumplir sus obligaciones respecto a las pensiones.

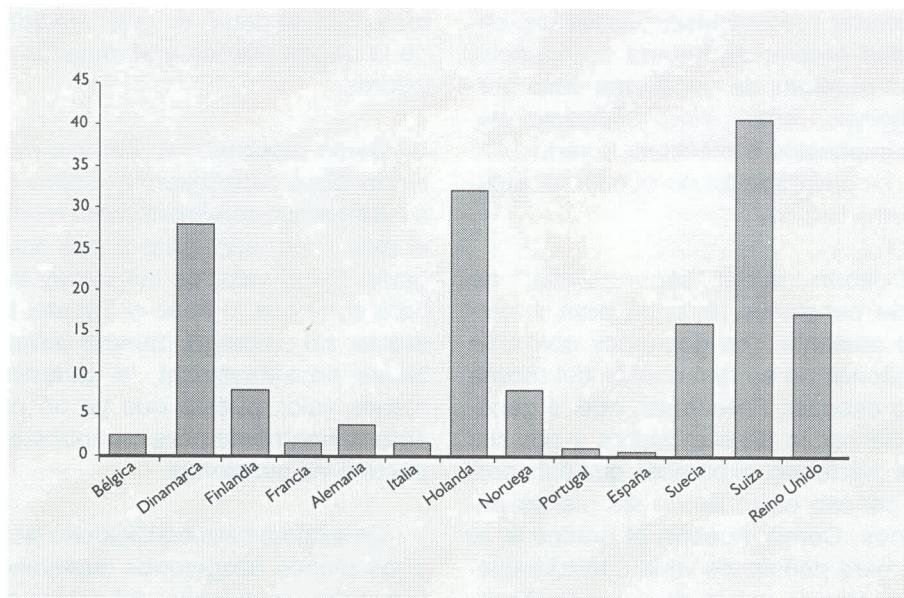
Un sistema básico obligatorio (el “régimen de base”) y los planes obligatorios suplementarios dan cobertura a los empleados del sector privado. El sistema básico obligatorio para los empleados que trabajan en la industria y el comercio opera bajo la cobertura del fondo nacional de pensiones de vejez para empleados (CNAVTS, por sus siglas en inglés). Este sistema sólo procura contribuciones, y por tanto beneficios respecto a las ganancias, por debajo del límite superior que establece la seguridad social.

Sólo existe un programa complementario para ejecutivos. Funciona mediante 57 fondos organizados sobre una base interprofesional, nacional, regional, o incluso a escala empresarial. Estos fondos cuentan con los auspicios de la asociación general de instituciones para la jubilación de ejecutivos (AGIRC). Los ejecutivos pagan contribuciones sobre la porción de sus ganancias que se sitúa entre el límite superior de la seguridad social y el equivalente a ocho veces esta cifra. Otros 46 planes complementarios independientes que operan en el seno de la asociación para planes complementarios de pensiones (ARRCO) están administrados por un conjunto de 111 fondos.

Además de estos dos niveles obligatorios, el personal empleado en la industria privada cuenta con otro nivel optativo que toma la forma de planes adicionales de grupo, conocidos como planes *top-up* (que pueden elevarse o mantenerse al nivel deseado). Estos planes pueden ser operados por la propia compañía, por una empresa de seguros o por una mutualidad.

El sistema francés de pensiones ha estado sujeto durante los últimos años a una creciente presión de-

GRÁFICO 9
FONDOS DE PENSIONES POR HABITANTE
(Miles de dólares)



Fuente: William M. Mercer.

mográfica, en virtud de la cual la proporción entre trabajadores y pensionistas ha descendido desde 4,4 a 1 a comienzos de la década de 1960 hasta 1,6 a 1 mediada la década de 1990. Las proyecciones señalan que esta proporción descenderá hasta 1,2 a 1 hacia el año 2025. Se han dado algunos pasos para empezar a abordar los problemas que se plantean para el largo plazo. La ley del 22 de julio de 1993 cambió las condiciones en las que los empleados adquieren el derecho a los beneficios de jubilación. Estas condiciones entraron en vigor el 1 de enero de 1994.

Las nuevas medidas no afectaron a la edad de jubilación, que siguió fijada en 60 años, pero ampliaron desde 150 a 160 trimestres el período de aportación necesario para obtener la jubilación básica completa. Además:

- introdujeron un nuevo método de cálculo de las pensiones (salario medio anual de los 25 en lugar de los 10 años mejor remunerados);
- vincularon las pensiones a los precios, y no a los salarios;
- y crearon un Fondo de Solidaridad para la Vejez por el que el Estado cubre los gastos pagados anteriormente por los planes de la seguridad social.

La reforma se está poniendo en práctica gradualmente, escalonándola hasta el 1 de enero de 2003.

Bajo el programa ARRCO de 1993, el tipo de contribuciones contractuales obligatorias pagadas a los planes ARRCO debería aumentar gradualmente de 1996 a 1999, a fin de equilibrar las cuentas de ARRCO. En 1999, el tipo mínimo fue del 6 por 100, desde el 4 por 100 vigente hasta 1995. Bajo el programa AGIRC, concertado en 1994, el tipo de aportación a AGIRC se elevó gradualmente desde el 10 por 100 en 1994 hasta el 14 por 100 en 1997. En el año 2003, el tipo de aportación se habrá elevado hasta el 16 por 100. Los convenios AGIRC/ARRCO del 25 de abril de 1996 dispusieron una revaluación anual vinculada a los precios hasta el año 2000, de las pensiones complementarias que están un punto por debajo del salario medio, un punto de pensión más alto, coste de rescate o en cesión y costes más bajos de administración para ARRCO y AGIRC. Elevaron también el tipo obligatorio de contribución a la AGIRC hasta el 15 por 100 en 1998 y al 16 por 100 a partir del 1 de enero de 1999.

Para aligerar la carga de la financiación de los planes obligatorios que recaerá sobre las generaciones futuras, se han puesto en marcha dos tipos de planes de jubilación financiados: las leyes Madelin y Thomas. La primera, aprobada el 11 de febrero de

CUADRO NÚM. 2
TRIBUTACIÓN DE PENSIONES EN EUROPA

	CONTRIBUCIONES PRIVADAS A UN PLAN DE PENSIONES	CONTRIBUCIONES PATRONALES A UN PLAN DE PENSIONES	FISCALIDAD DE LA RENTA DEVENGADA DE FONDOS DE PENSIONES	FISCALIDAD DE PENSIONES / RENTA ANUAL	ABANDONO ANTICIPADO DE UN PLAN PRIVADO DE PENSIONES
Austria	Las contribuciones privadas a un plan de pensiones tienen deducción fiscal del 50 por 100 hasta un techo de 40.000 chelines austriacos.	Las contribuciones patronales a un plan aprobado no son imponibles. Hay un límite de 4.000 chelines para otras contribuciones, por encima del cual se tratan como renta imponible, aunque con una deducción del 50 por 100.	Los fondos de pensiones aprobados están exentos de impuestos. Los intereses de planes privados se acumulan y forman parte de la pensión o anualidad y se gravan en consecuencia. La acumulación global de anualidades se grava al 50 por 100 del tipo normal aplicable.	Las anualidades de fondos de pensiones aprobados son imponibles a tasas marginales ordinarias. Las anualidades correspondientes a contribuciones de los contribuyentes tributan a una tasa del 25 por 100.	Si las contribuciones han sido deducibles de impuestos en el pasado, un retiro antes del período de cualificación de 20 años, puede dar lugar a un impuesto del 30 por 100 sobre las contribuciones previamente deducibles.
Bélgica	Las contribuciones son elegibles para deducción fiscal del 30-40 por 100 en contribuciones hasta 22.000 francos belgas.	Las contribuciones no se consideran como renta patrimonial imponible, siendo deducibles para el empleador.	Los fondos con activos netos por encima de 1.000.000 de francos belgas están sujetos a un impuesto anual del 0,17 por 100 de los activos netos.	Las pensiones privadas al recibo se gravan al recibir a la misma base que las pensiones estatales. Las sumas globales pagaderas a la jubilación tributan al 16,5 por 100 en caso de un contrato de grupo o al 10 por 100 en caso de contrato individual.	
Dinamarca	Contribuciones plenamente deducibles, si los pagos toman la forma de anualidades durante al menos diez años. Si la cantidad se toma como suma global, entonces sólo 30.900 coronas danesas son deducibles de impuestos.	Las contribuciones patronales para planes privados de pensiones son plenamente deducibles bajo rentas patronales y no se incluyen en las del empleado.	El interés acumulado en fondos de pensiones está sujeto a un impuesto especial sobre interés efectivo, destinado a mantener la tasa efectiva de interés al 3,5 por 100. Los dividendos y algunos otros tipos de rentas no están sujetos a este impuesto.	Los pagos de pensiones y anualidades se tratan como renta imponible. Los pagos de sumas globales de planes privados de pensión tributan al 40 por 100. Las anualidades tributan a la tasa normal.	Si un plan de pensiones se liquida antes de su vencimiento, sus resultados tributan como renta personal en el año de su vencimiento.
Finlandia	Contribuciones del empleado totalmente deducibles hasta 500.000 marcos finlandeses, el plan no excede de la pensión estatal básica y la edad de jubilación es de 58 años o más. Esta parte de la pensión por encima del nivel básico es deducible en un 60 por 100 hasta 30.000 marcos finlandeses.	Las contribuciones patronales se consideran como renta imponible de los empleados y tributan como contribuciones de éstos.	La renta de pensiones tributa como otras rentas.	La renta de pensiones tributa como renta devengada. Las sumas globales están sujetas a impuestos entre el 10 y el 60 por 100, dependiendo de la edad y del año.	Ningún impuesto adicional.
Francia		Contribuciones deducibles hasta un cierto límite por empleado.	Los fondos privados de pensiones equivalentes a los de otros países no existen en Francia.	Las pensiones en pago son elegibles para deducción del 30 por 100 en los primeros 30.200 francos franceses y del 20 por 100 en los siguientes 98.600 francos franceses.	Por regla general no es posible la retirada anticipada.

CUADRO NÚM. 2 (continuación)
TRIBUTACIÓN DE PENSIONES EN EUROPA

	CONTRIBUCIONES PRIVADAS A UN PLAN DE PENSIONES	CONTRIBUCIONES PATRONALES A UN PLAN DE PENSIONES	FISCALIDAD DE LA RENTA DEVENGADA DE FONDOS DE PENSIONES	FISCALIDAD DE PENSIONES / RENTA ANUAL	ABANDONO ANTICIPADO DE UN PLAN PRIVADO DE PENSIONES
Alemania	Las contribuciones de los empleados a un plan privado de pensiones son deducibles hasta un techo de 2.160 marcos alemanes. Sin embargo, este techo se aplica a la suma de salud, desempleo y pensión. Hay un descuento añadido para el auto-empleado de 6.000 marcos alemanes.	Las contribuciones de empleados están libres de impuestos si siguen un plan estatutario. Las contribuciones a un plan privado sólo están exentas si el empleado está exento del plan estatutario hasta el momento de este plan. Las contribuciones imponibles tributan un tipo único de 15 por 100.	La renta de planes de reserva contable forma parte de la empresa. Los fondos de ayuda están exentos de impuestos sobre su renta. En caso de fondos de seguros o de pensión, la obligación tributaria puede derivarse de la renta de intereses de los fondos de inversión.	Las pensiones de compañías se consideran renta imponible con bonificación libre de impuesto del 40 por 100 hasta un máximo de 6.000 marcos alemanes por año. Las anualidades de pensiones tributan sobre los intereses del pago (a los 65 años de edad, el 27 por 100 de la pensión es interés).	Tratándose de pólizas de pensiones individual, las contribuciones están exentas de impuestos siempre que se hayan mantenido las pólizas durante 12 o más años.
Italia	La fiscalidad de pensiones en Italia está siendo revisada.				
Holanda	Las contribuciones para planes de pensiones aprobados hasta ciertos límites son deducibles de impuestos (5.496 florines para persona soltera).	Lo mismo para patronos. La contribución patronal a un plan de pensiones no es renta devengada.	Los fondos de pensión están exentos de impuestos. No se gravan los intereses devengados.	Las pensiones tributan como renta devengada. Pero por encima de los 65 años no se contribuye a la seguridad social, por lo que el tipo impositivo se reduce en los primeros 45.000 florines.	Es casi imposible retirarse de un plan de pensiones.
Noruega	Las contribuciones a un plan son deducibles de impuestos con un límite de 30.000 coronas noruegas. La deducción total no debe exceder del 10 por 100 del salario anual de los empleados.			Las pensiones tributan como renta devengada excepto que están exentas en las primeras 17.000 coronas. Si las contribuciones no son deducibles, los resultados tributan al 28 por 100.	
España	Los empleados pueden contribuir hasta 750.000 pesetas o el 15 por 100 de su renta, lo que sea más bajo.	Las contribuciones patronales se consideran como renta del empleado, y son deducibles para el patrono sólo si el fondo de pensiones es externo.	La renta de fondos de pensión está exenta de impuestos.	Las pensiones tributan como renta devengada. Las sumas globales tributan a los tipos medios.	No está permitido abandonar un fondo de pensiones.
Suecia	Primas totalmente deducibles hasta un límite establecido en función de la inflación (35.200 coronas suecas en 1994).	Las contribuciones patronales, cuando se produzcan, se añaden a la renta imponible del empleado.	Los fondos de pensión tributan de este modo: el impuesto que se aplica es del 15 por 100 de la tasa de inversión prevista (definida por el gobierno), sobre el promedio de las reservas durante el período.	Si las primas son deducibles de la renta devengada de lasensiones son imponibles como renta de trabajo. Si las primas no son deducibles, las pensiones no se gravan.	No existen disposiciones para abandonos anticipados.

CUADRO NÚM. 2 (conclusión)
TRIBUTACIÓN DE PENSIONES EN EUROPA

	CONTRIBUCIONES PRIVADAS A UN PLAN DE PENSIONES	CONTRIBUCIONES PATRONALES A UN PLAN DE PENSIONES	FISCALIDAD DE LA RENTA DEVENGADA DE FONDOS DE PENSIONES	FISCALIDAD DE PENSIONES / RENTA ANUAL	ABANDONO ANTICIPADO DE UN PLAN PRIVADO DE PENSIONES
Reino Unido	En planes de compañía aprobados, hasta el 15 por 100 del salario, dentro de un límite salarial de 78.000 libras, es elegible para reducción impositiva. Las contribuciones personales a pensiones se relacionan con la edad. El límite se sitúa en el 17,5 por 100 de las contribuciones salariales y aumenta con la edad.	Las contribuciones patronales son deducibles de los beneficios.	Todas las rentas en un plan aprobado están exentas de impuestos, excepto por el hecho de que los dividendos tributan al 20 por 100.	Las pensiones tributan a la tasa marginal del impuesto sobre la renta. Dentro de ciertos límites, las sumas globales están exentas de impuestos.	No se permiten los abandonos anticipados de un plan privado de pensiones –ha de utilizarse el dinero para asegurar los beneficios de pensiones.

Fuente: R. MITRA y cols., "European Insurance: All Coming Together", Merrill Lynch, enero de 1998, págs. 261-262 actualizado.

CUADRO NÚM. 3
PORCENTAJE DE LA POBLACIÓN TRABAJADORA CUBIERTA POR EL "SEGUNDO PILAR" DE LOS PLANES PRIVADOS

Bélgica	31
Canadá.....	41
Dinamarca	80
Francia	100 (planes estatales complementarios obligatorios)
Alemania.....	42 (Alemania Occidental, 92)
Grecia.....	5
Irlanda.....	40
Italia	5 (principalmente para ejecutivos)
Luxemburgo...	30
Holanda	90
Portugal	15
España	15
Reino Unido ...	50
Estados Unidos	46

Fuente: OCDE, *Tendencias del Mercado Financiero*, junio de 1998.

1994, estipuló un incentivo para comerciantes, profesionales autoempleados y artesanos destinado a preparar un plan de jubilación que les permita deducir de los impuestos no sólo las contribuciones a planes obligatorios de jubilación, sino también las cuotas operativas.

La segunda ley fue aprobada el 25 de marzo de 1997, aunque, debido al cambio de gobierno, no llegó a ponerse en práctica. Tal como fue redactada, extendía los derechos de la ley Madelin a 14,5 millones de empleados del sector privado. Apuntaba a que las empresas organizaran planes de ahorro para la jubilación, permitiendo a los empleados inscribirse en ellos. Dentro de ciertos límites, las cuotas empresariales habían de estar exentas de cargas de la seguridad so-

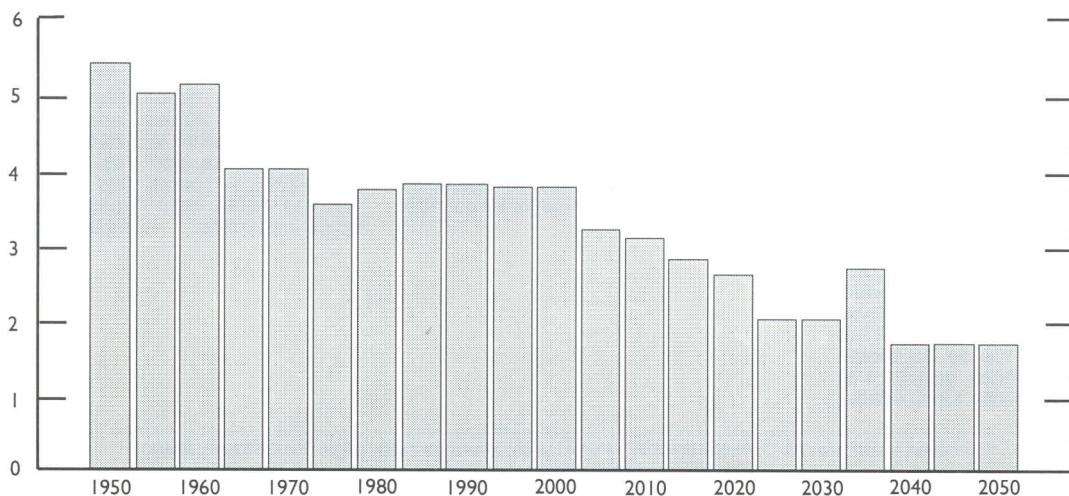
cial. Los fondos de estos planes debían ser administrados por entidades gestoras independientes, se requería la autorización oficial, y el control, de los planes debía estar a cargo de un comité de supervisión integrado por miembros del fondo, de los que la mitad por lo menos habían de ser elegidos por los empleados. La empresa podía organizar los fondos de ahorro para la jubilación por medio de una compañía de seguros, una mutua de seguros o una sociedad de bienestar social.

Sometido a presiones del movimiento sindical, el gobierno entrante de Jospin no llevó adelante esta propuesta. Se ha sugerido que una de las razones que explican la vehemente oposición sindical a esos programas de pensiones es la pérdida de influencia (y de ingresos) que experimentarían respecto a la situación vigente, en la que los programas de pensiones se manejan mediante convenios colectivos nacionales. Con todo, como se apuntó anteriormente, la experiencia histórica ha hecho que Francia se muestre cauta por lo general en todo lo concerniente a programas financiados.

Se ha creado un fondo de reserva de pensiones para complementar los recursos del sistema cuando sus necesidades de financiación aumenten a partir de 2005. Al principio, este fondo se nutrirá de los excedentes del sistema de seguridad social, de los resultados de las ventas de valores en cajas de ahorros y de otros recursos.

A partir de estas medidas, el gobierno se ha mostrado bastante tímido, debido en gran medida al intento del anterior gobierno conservador de Juppé de

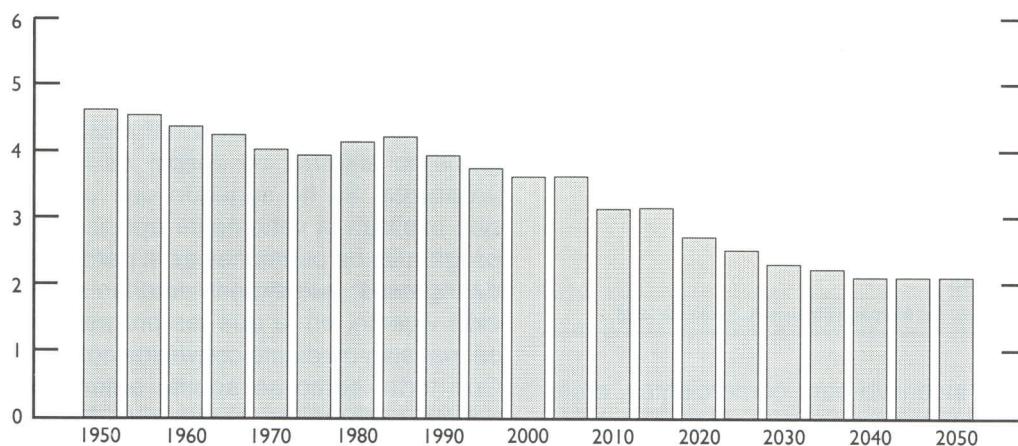
GRÁFICO 10
RATIOS DE MANTENIMIENTO EN ALEMANIA (*)



(*) La *ratio* de mantenimiento es el número de personas en edad de trabajar respecto al número en edad de recibir pensiones.

Fuente: Naciones Unidas, reproducido en R. Mitra y otros, *European Insurance. All Coming Together*, Merrill Lynch, julio de 1998, pág. 244.

GRÁFICO 11
RATIOS DE MANTENIMIENTO EN FRANCIA (*)



(*) La *ratio* de mantenimiento es el número de personas en edad de trabajar respecto al número en edad de recibir pensiones.

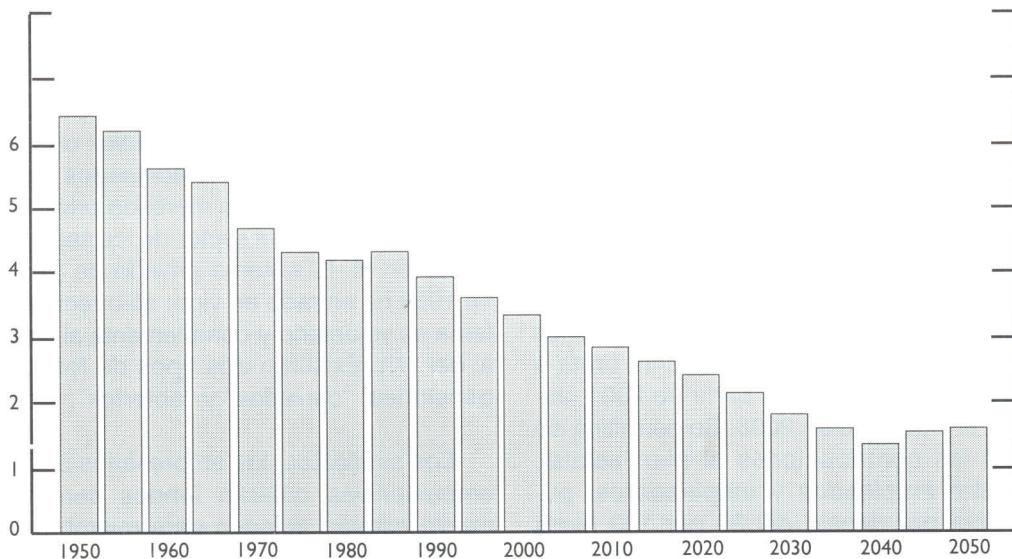
Fuente: Naciones Unidas, reproducido en R. Mitra y otros, *European Insurance. All Coming Together*, Merrill Lynch, julio de 1998, pág. 245.

suprimir, en 1995, los privilegios del sistema de pensiones de los ferrocarriles del Estado, que provocó importantes turbulencias sindicales y fue una de las principales causas de su derrota electoral en 1997.

Todo lo que se ha hecho hasta ahora es crear un consejo asesor de pensiones para colaborar en la delicada tarea de conseguir el consenso en torno a la reforma.

Parece probable que el gobierno trate de equilibrar las pensiones del sector público con las del sector privado. En la actualidad, las pensiones del sector público requieren aportaciones durante 37,5 años, mientras que las del sector privado, en virtud de una reforma anterior, se están elevando hasta 40 años en 2003. Sin la reforma, se estima que para el año 2020 habrá un déficit de financiación de 23.000 millones de euros.

GRÁFICO 12
RATIOS DE MANTENIMIENTO EN ITALIA (*)



(*) La ratio de mantenimiento es el número de personas en edad de trabajar respecto al número en edad de recibir pensiones.

Fuente: Naciones Unidas, reproducido en R. Mitra y otros, *European Insurance. All Coming Together*, Merrill Lynch, julio de 1998, pág. 245.

ALEMANIA

Alemania tiene un sistema para la provisión de jubilación sostenido sobre tres pilares: el plan estatal básico, planes ocupacionales complementarios y planes personales de ahorro, con frecuencia mediante pólizas de seguros. El plan básico no está financiado.

Los planes empresariales se financian a través de cuatro vías: reservas contables (balance general de la empresa) –cerca del 50 por 100 del total–; fondos de pensiones (*pensionskassen*) –31 por 100–; fondos de mantenimiento (*Unterstützungskassen*) –8 por 100–, y pólizas de seguros (*Direcktversicherung*) –11 por 100.

A fines de 1996, los activos totales relacionados con las pensiones se estimaron en 586.000 millones de marcos. De esta suma, 291.000 millones de marcos figuraban en los balances generales de las empresas como reservas contables. Estas reservas, por regla general, no se invierten en valores de cartera. Esta cantidad se invierte generalmente en la empresa y raras veces se invierten específicamente en activos externos. Otros 185.000 millones de marcos (116.000 millones de dólares) se mantienen en fondos de pensiones (*pensionskassen*), con aproximadamente un 3 por 100 de 6.000 millones de marcos (4.000 millones de dólares) invertidos internacionalmente. Hay también otros 63.000 millones de marcos (39.000 mi-

llones de dólares) en *Direktversicherung*, y 47.000 millones de marcos (29.000 millones de dólares) en *Unterstützungskassen*, que se invierten por lo general en productos de compañías de seguros.

El tema de la provisión de pensiones es objeto de grandes debates en Alemania. Si bien, tal como está actualmente constituido, el sistema alemán no prevé fondos corporativos de pensiones, en el transcurso del debate sobre la Tercera Ley para la Promoción de los Mercados Financieros, la Asociación Alemana de Banca propuso el concepto de fondo corporativo de pensiones. Al introducirse esta propuesta en el debate demasiado tarde, no fue incluida en la ley, pero parece probable que sea adoptada en un futuro no muy lejano.

Una circular especial de la Asociación Alemana de Banca a sus bancos miembros, de fecha 1 de diciembre de 1997, sugería que, en virtud de la ley de inversiones, los fondos corporativos de pensiones se introducirían como fondos de inversión con las directrices de inversión más amplias que fuera posible. Se iniciaría este cambio mediante un acuerdo empresarial entre el empresario y los representantes de los empleados y permitiría aplicar modelos tanto de contribución definida como de beneficio definido. Lo que se propone, en líneas generales, es un enfoque “análisis” de las pensiones. La propuesta fue objeto

de fuertes críticas por parte del sector de los seguros, que cree que los vehículos ya existentes, como *Pensionskassen* (compañías de seguros de dedicación especial) y *Unterstützungskassen* (fondos de mantenimiento), después de que hayan sido objeto de una mayor desregulación, estarían mejor equipados para los planes empresariales de pensiones que los fondos de inversión mobiliaria en virtud de la ley sobre fondos de inversión.

El gobierno ha estado trabajando durante 18 meses en propuestas para la reforma de las pensiones, pero ha logrado muy pocos progresos concretos. Las propuestas del gobierno para la reforma del sistema de pensiones prevén que los jóvenes aporten un 0,5 por 100 adicional de su renta bruta a planes privados u ocupacionales a partir de 2001, aumentando hasta el 4 por 100 en 2008. Se permitiría de este modo que las contribuciones al plan estatal, compartidas entre empleados y empleadores, pudieran permanecer por debajo del 20 por 100 hasta 2020 y en torno al 22 por 100 hasta 2030. Sin embargo, a la vista del reciente éxito del Sr. Schröder logrando la aprobación de las reformas fiscales, sería posible conseguir avances en el campo de las pensiones.

ITALIA

Los cambios más notables en esta área son los que se han realizado en Italia, gracias a un tardío reconocimiento de la magnitud del problema. Hasta ahora, la provisión italiana para la jubilación se había basado en una combinación entre Estado del bienestar y una forma limitada de garantía ocupacional de jubilación. El sistema público de pensiones se ha sometido recientemente a una reforma, al mismo tiempo que se está introduciendo un tercer esquema enteramente nuevo de pensiones.

Para los empleados más jóvenes (con menos de 19 años de aportaciones) el sistema estatal se transformó en 1997 en un plan de contribución definida. Para este grupo, el nivel de beneficios dependerá de las contribuciones individuales pagadas. Este nuevo sistema ofrece derechos menos generosos de prestaciones sociales, y deberían crear demanda de pensiones administradas privatamente. El sistema ocupacional, o "Trattamento Fine Rapporto" (TFR, o indemnización por terminación), obliga a sus empleadores a realizar pagos de sumas globales a los empleados cuando se jubilan. Se trata de una obligación dotada con fondos del sector privado, financiada mediante aportaciones del empleado del 7,5 por 100 del sueldo anual, que los empresarios retienen en la

fuente. Las obligaciones del TFR son pasivos del balance general de cada patrono. Estos, en términos generales, no se ven afectados por las recientes reformas en las pensiones, excepto en la medida en que las aportaciones para el TFR puedan ser traspasadas a planes privados de pensiones.

Hasta la reforma de la ley de pensiones de 1993, no existían productos individuales de ahorro con descuentos de impuestos relacionados con la jubilación. No existía, por tanto, un mercado privado de pensiones como tal para que el sector de los seguros pudiera participar en él. El sistema privado de pensiones creado en 1993 ha entrado en vigor sólo recientemente. El sistema es voluntario y complementa al sistema público y al del TFR. Existirán dos tipos de fondos privados de pensiones: "cerrados" y "abiertos".

Los sindicatos, los empresarios o las asociaciones empresariales crearán fondos cerrados, que solamente estarán abiertos para miembros del grupo de interés pertinente. Se exigirá a los empresarios que se adhieran al fondo de su sector, y las normas del sistema de pensiones de cada industria se irán incorporando gradualmente a los respectivos contratos colectivos de empleo (negociados a escala nacional con los sindicatos). Los fondos cerrados se requerirán por ley para comprar a los bancos, a los SIM (*brokers*) o a las compañías de seguros los servicios de administración de inversiones.

Bancos, compañías de seguros y grupos de gestión de fondos establecerán fondos abiertos, a los que tendrán acceso los individuos y empresarios que no sean miembros de un fondo cerrado. Los fondos, tanto abiertos como cerrados, operarán como planes de contribución definida. En casi todos los casos, los beneficios consistirán en el pago de una suma global de hasta el 50 por 100 del valor del fondo al llegar a la jubilación, además de una anualidad. Las contribuciones, tanto de los empleados como de los empleadores, son deducibles de impuestos para ambos tipos de fondos hasta el 2 por 100 del salario anual.

El nuevo mercado privado de pensiones ofrece una clara oportunidad para que las compañías de seguros presten servicios de gestión de activos, de administración, de pensiones y de servicios de protección. Las aseguradoras competirán con los bancos por algunos de los servicios, en especial en lo que se refiere a la gestión de activos. Hasta ahora, 77 fondos abiertos están esperando su autorización, las compañías de seguros de vida están estableciendo 49 y los bancos y gestores de fondos otros 25 (datos

de julio de 1998). Por otra parte, el nivel de deducción de impuestos no provoca gran entusiasmo. Por ello, lo más probable es que el ritmo de crecimiento sea lento.

Dada la situación financiera general de Italia, que sufrirá crecientes presiones en los próximos años para satisfacer los criterios de Maastricht sobre el déficit público, se han presentado propuestas para ulteriores reformas del sistema de pensiones. Se ha puesto de manifiesto, sin embargo, una vehemente oposición de los sindicatos, y cunde la incertidumbre acerca del progreso que pueda realizarse en esta área. El informe más reciente de la OCDE sobre la economía italiana expresó su parecer de que las reformas llevadas a cabo hasta el momento serían insuficientes para impedir mayores problemas en los años venideros, y de que queda todavía mucho por hacer para estimular las contribuciones a las pensiones privadas.

ESPAÑA

El sistema público de pensiones en España ha sido reformado cinco veces en los últimos 30 años. La primera reforma fue la efectuada en 1967, y en ella toda la estructura se convirtió en un sistema de pago con cargo a los ingresos corrientes, a medida que se percibe la renta. La segunda reforma, en 1972, hizo que las aportaciones fueran proporcionales a los salarios. Una tercera reforma, desarrollada a partir de 1977, trató de armonizar los numerosos regímenes y de proporcionarles una administración integrada. Se asignó la administración del sistema de pensiones al Instituto Nacional de Seguridad Social (INSS), de reciente creación. La expansión subsiguiente, tanto en cobertura como en aumentos del valor efectivo de las pensiones, acrecentó las necesidades financieras del sistema de forma tan acentuada que se hizo necesaria una cuarta reforma. En 1984-1985 se produjo un endurecimiento de los criterios de selección para las pensiones de invalidez y un alargamiento de los períodos de contribución para conseguir las pensiones, juntamente con un aumento del número de años de salario tomados en cuenta para el cálculo de éstas. En la actualidad, el sistema comprende seis regímenes básicos además del de seguro de accidentes de trabajo (los regímenes básicos son el régimen general, y los regímenes para agricultores, mineros, marinos, empleadas del hogar y autoempleados). Las pensiones públicas para personas empleadas se proveen bajo tres programas: Régimen General de la Seguridad Social (RGSS), regímenes especiales de la Seguridad Social, RESS, y Régimen de Clases Pasivas (RCP).

El número de pensionistas en todos estos regímenes ha aumentado de 3,8 millones en 1977 a 6,8 millones en 1994. Este hecho es un reflejo tanto del envejecimiento de la población como de la mayor amplitud en los criterios de elegibilidad.

La reforma más reciente fue la de la Ley de 1997 sobre Reforma de las Pensiones, inspirada en parte en el llamado Pacto de Toledo, que, después de una serie de reuniones de partidos políticos, estamentos sociales y expertos en economía, fue aprobada por las Cortes en abril de 1995.

La reforma reducirá la pensión media de los jubilados, a medida que reduce la tasa mínima de reposición prometida por el sistema de seguridad social para trabajadores con un corto historial de ganancias. Antes de la reforma, 15 años de aportaciones daban derecho a un 60 por 100 de la pensión completa, y por cada año adicional de aportaciones hasta un máximo de 35 se añadían dos puntos porcentuales. Bajo el nuevo régimen, 15 años de aportaciones se traducen solamente en un 50 por 100 de la pensión completa, en tanto que cada año de aportaciones entre el 16º y el 25º añade tres, y cada año entre el 26º y el 35º dos puntos porcentuales de la pensión completa. En segundo lugar, la Ley de 1997 sobre Reforma de las Pensiones cambia la fórmula de éstas, prolongando gradualmente el historial de ganancias que entra en el cálculo del monto principal del seguro de 8 a 15 años entre 1997 y 2002. Desde 1997 en adelante se añade un año de aportaciones hasta 2002, a partir del cual se tomarán en cuenta dos años adicionales.

La demografía española muestra proyecciones desfavorables para los próximos años, aunque el auge de la natalidad (*baby boom*) se produjo en España entre 10 y 15 años más tarde que en el resto de Europa, prolongándose hasta los primeros años de la década de 1970. Por esta razón, un reciente estudio sostiene que:

"Utilizando un marco contable generacional, encontramos que el mantenimiento del nuevo marco legal podría legar a las generaciones futuras una carga de obligaciones de hasta el 176 por 100 del PIB del año base... la Ley de 1997 sobre Reforma de las Pensiones no ha logrado mucho en la salvaguarda de la seguridad social ante los desafíos demográficos que se avecinan...el mantenimiento del estado actual del seguro español de pensiones acumulará una inmensa deuda para financiar todas las demandas actuales de pensiones en una sociedad que va envejeciendo progresivamente..." (8).

En la actualidad, la situación a escala nacional puede resumirse en el hecho de que varios países son ciertamente conscientes de que se les avecinan graves problemas; sin embargo, las restricciones de orden político (Francia, Italia y, hasta cierto punto, Alemania) han frenado toda acción positiva. Se espera que la Comisión Europea proponga un nuevo intento de armonización de la reglamentación de las pensiones del "segundo pilar". En los intentos anteriores, en 1992 y en 1994, no se logró alcanzar un acuerdo. La nueva propuesta, que debía haberse presentado en 1999, evitará cualquier intento de cambiar la política fiscal. Se centrará más bien en las restricciones para la inversión y en la necesidad de proporcionar un campo de juego nivelado entre los diferentes tipos de proveedores de pensiones.

Con respecto al primer punto, es probable que el clima general en lo que se refiere a las restricciones para la inversión sea ahora razonablemente favorable. Parece existir un amplio consenso en admitir que las restricciones impuestas en ciertas legislaciones nacionales han reducido el rendimiento, sin que hayan contribuido necesariamente a una mayor seguridad. Sin embargo, el segundo punto, el intento de lograr un marco equilibrado, parece más propicio a generar problemas. Es probable que los fondos de pensiones se opongan a estar sujetos a los mismos requisitos de solvencia que, por ejemplo, las compañías aseguradoras.

Es evidente, sin embargo, que, hasta que se encare el problema de la fiscalidad, el crecimiento de las pensiones del segundo pilar en Francia y en Alemania será probablemente muy lento. Ello no equivale, claro está, a afirmar que la crisis de las pensiones en esos países es inevitable, puesto que existen actualmente otras alternativas (p. ej., el sistema de reservas contables en Alemania). Más aún, hay buenas razones que apoyan la renuencia francesa a seguir el modelo anglosajón de pensiones en lugar del pago con cargo a ingresos corrientes, a medida que se percibe la renta. Ambos modelos tienen sus riesgos: el primero depende de la suposición de que las inversiones del fondo de pensiones no se han de ver devastadas por guerras o por catástrofes económicas, mientras que el segundo depende de la voluntad de la generación futura de llevar sobre sus hombros las cargas de la generación actual. En un plazo más largo, sin embargo, parece probable que la evolución hacia un sistema al estilo anglosajón de fondos corporativos de pensiones sea inevitable, aunque su impacto no se dejará sentir durante una década o más.

Seguros de vida

El tercer canal institucional para el ahorro que nos resta por examinar es el sector del seguro. Históricamente, este negocio ha estado muy restringido en muchos países europeos, en los que sus productos de ahorro han tenido que competir con los depósitos bancarios o con los bonos del Estado. En la actualidad, sin embargo, el sector europeo de los seguros de vida se está consolidando y está creciendo rápidamente. Ello se debe en parte al impacto de la UME, si bien han contribuido también a esta nueva situación la demografía y el cambio estructural que ha tenido lugar dentro del sector. En realidad, es probable que el impacto de la UME en el sector sea limitado, puesto que el negocio del seguro de vida nunca fue un negocio paneuropeo (sobre todo si se compara con la banca). Tan sólo cuando exista un cierto grado de armonización fiscal y de la seguridad social, juntamente con canales comunes de distribución, existirá la probabilidad de que las compañías de seguros logren ahorros importantes operando a lo largo y a lo ancho de una Europa sin fronteras.

Las compañías de seguros de vida están bien posicionadas para sacar provecho del crecimiento del ahorro en Europa. Cuentan con redes de distribución amplias y bien establecidas. Pero, hasta el presente, su gama de productos ha sido limitada. Tradicionalmente, las compañías de seguros de la Europa continental han competido entre sí mediante su capacidad para proporcionar rendimientos más altos dentro de un determinado mercado. La mayoría de sus contratos de seguros de vida tienen un cierto parecido con las cuentas de depósito bancario a largo plazo. La compañía de seguros de vida, que es la que asume la mayor parte del riesgo, invierte las primas, y acredita al asegurado intereses sobre las primas acumuladas. El diferencial entre el interés y la suma acreditada a los asegurados es el beneficio que realiza la compañía de seguros de vida una vez deducidos los gastos. Este beneficio se comparte después con los asegurados y los accionistas. Esta clase de contratos es el tipo de producto más común en Europa. La necesidad de garantizar altos rendimientos, unida a las restricciones gubernamentales en lo que respecta al nivel de inversión en acciones, ha dado impulso a las inversiones en bonos.

Este tipo de negocio es intensivo en capital, en comparación con el de los seguros de vida *unit-linked* (seguros de fondos cuyos tomadores pueden diseñar la composición de su cartera en función del riesgo que quieran asumir). En efecto, la aseguradora garantiza al inversor un nivel de rendimiento, mientras que

con el seguro *unit-linked* es el cliente el que asume el riesgo de la inversión. El bajo nivel de riesgo de este último tipo de negocio para la compañía de seguros de vida se ve reflejado en el requisito de las reservas de solvencia en la UE: se requiere el 4 por 100 de reservas técnicas para los contratos tradicionales (diferencial), pero tan sólo un 1 por 100 para los fondos *unit-linked*. Con este requisito de capital más reducido, el negocio *unit-linked* representa una opción atractiva para los que entran por vez primera en este sector.

Dada la creciente difusión de la cultura sobre las acciones, que es de esperar que se produzca en Europa, así como los requisitos de capital del negocio tradicional, es probable que el seguro de vida *unit-linked* se desarrolle con gran rapidez. Esto es lo que ha sucedido ya, en gran medida, en el Reino Unido. Este tipo de producto se está vendiendo cada vez más en Holanda y en Suecia, y las compañías están empezando a suscribir este negocio en Alemania y en Bélgica.

Es evidente que un factor clave en el desarrollo relativo del mercado de seguros de vida radica en el tratamiento fiscal que reciben. El panorama es, en este aspecto, sumamente variado, como sugieren los datos del cuadro núm. 4.

El impacto de éstas y de otras características culturales puede apreciarse en el tamaño relativo de los mercados, como se muestra en el gráfico 13.

Como podrá observarse (las cifras correspondientes al Reino Unido se ofrecen por comparación) el mercado francés está a la cabeza del mercado de seguros de vida en el área del euro. Finalmente, puede ser útil desglosar la estructura del mercado por categorías, como se muestra en el gráfico 14, que ejemplifica la importancia relativa de las políticas adoptadas por individuos, por compañías en nombre de individuos, y otras políticas. (La categoría titulada "otros" consta principalmente de bonos de inversión de prima única emitidos por compañías de seguros).

FRANCIA

El crecimiento de las primas francesas de seguros de vida se ha mantenido constante a lo largo de los años desde la liberalización, en 1985, que permitió a los bancos y a otras instituciones financieras vender pólizas de seguros a través de sus filiales de aseguradoras; en 1995, esas filiales habían llegado a representar la mitad del mercado. El segundo factor de apoyo del crecimiento del mercado fue la deducción

de impuestos sobre la renta proporcional al monto invertido y la exención del impuesto sobre la renta de las plusvalías de capital en los ahorros tenidos durante un mínimo de ocho años.

Como consecuencia, el seguro de vida ha crecido con notable fortaleza desde un ingreso total por primas de 313.300 millones de francos en 1992 a 534.900 millones de francos en 1996 (las últimas cifras disponibles), y el seguro de vida constituye una parte muy importante del ahorro familiar francés. Su participación creció desde el 5 por 100 de los activos financieros en circulación en 1986 a más del 18 por 100 en 1996.

Sin embargo, las ventajas fiscales de los contratos de vida han estado sujetas a amenazas durante algún tiempo. Recientemente, se suprimió la exención impositiva de los ingresos por contratos de seguros de vida obtenidos durante más de ocho años, si exceden de un techo de 30.000 francos para individuos o de 16.000 francos para matrimonios. El presupuesto de 1998, a manera de incentivo para pasar de inversiones en bonos a inversiones en títulos de capital, modificó las desgravaciones fiscales disponibles a través de los seguros de vida al suprimir las exenciones de la renta de obligaciones. Parece probable que la "edad de oro" de las compañías de seguros de vida vaya llegando a su fin a medida que el gobierno vaya suprimiendo las desgravaciones fiscales.

Aprovechándose de los factores arriba mencionados, a lo largo de los últimos 20 años, las inversiones totales de las compañías de seguros en Francia han crecido a un promedio del 17 por 100 anual, hasta un total de 3.089.000 millones de francos a finales de 1996 (9). La estructura de las inversiones ha cambiado notablemente durante los diez últimos años. Las inversiones en propiedades han declinado notablemente. En 1975 el valor de las inversiones en propiedades, como porcentaje de todas las tenencias, fue del 17 por 100, y subió hasta el 20,7 por 100 en 1981. En 1996, este porcentaje había descendido hasta un 7 por 100. Ello se debió, en parte, al colapso del mercado francés de la propiedad, y en parte a una decisión, relacionada con éste, de abandonar esos activos. Las inversiones totales en títulos de capital ascendieron a 16.700 millones de francos en 1984, aumentando hasta 459.000 millones de francos en 1996. La participación porcentual, sin embargo, ha permanecido relativamente estable en torno al 17 por 100 durante los últimos 15 años.

El mercado francés se está viendo afectado por las privatizaciones en el sector de los seguros: AXA ha ab-

CUADRO NÚM. 4
FISCALIDAD DEL SEGURO DE VIDA EUROPEO

	FISCALIDAD DE LAS PRIMAS DE SEGUROS DE VIDA	FISCALIDAD DE LA RENTA POR INTERESES	FISCALIDAD DEL INGRESO POR VENCIMIENTO
Austria	Es deducible hasta el 50 por 100 de las primas de seguros, a condición de que se mantenga la póliza durante 20 años. (Hasta 40.000 chelines austriacos por persona).	No es imponible la fiscalidad de la renta por intereses de una póliza de seguro de vida.	
Bélgica	Es deducible la aportación a una pensión o anualidad durante diez o más años. Las reducciones fiscales son del 15 por 100 sobre una renta de 55.000 francos belgas y del 6 por 100 sobre los siguientes 66.000 francos belgas.	La renta por intereses no es imponible.	Impuesto del 10 por 100 sobre muerte, vencimiento o cese dentro de cinco años del término del contrato. De otro modo, el ingreso tributa al 33 por 100.
Dinamarca	Es deducible de impuestos la aportación a una pensión o anualidad durante diez años.	La renta por intereses está sujeta a impuesto al tipo de interés real.	El ingreso por vencimiento de una póliza de seguro de vida se grava al 25 por 100.
Finlandia	No pueden darse deducciones de la renta imponible las pólizas de ahorro de vida.	La renta por intereses no está sujeta a impuestos.	No hay impuestos sobre muerte. Las ganancias sobre la póliza tributan al 25 por 100.
Francia	El elemento de ahorro de una póliza atrae una deducción del 25 por 100 de las primas hasta un límite de primas de 4.000 francos por familia y 1.000 francos por hijo.	La renta por intereses no está sujeta a impuestos.	El ingreso por vencimiento se grava al 35 por 100 de las ganancias por contratos de menos de cuatro años de duración. Del 15 por 100 para duraciones entre cuatro y cinco años. No se cargan impuestos sobre franceses residentes y sí un 50 por 100 para los demás.
Alemania	Sólo son deducibles de impuestos las primas de seguros si la póliza vence a la muerte, o tratándose de una anualidad sin opción a rescatar parte del capital inicial si esto puede efectuarse doce años después del establecimiento de la póliza. Finalmente la prima regular se dota con un plazo de doce años.	La renta por intereses no está sujeta a impuestos si el rescate o vencimiento ocurre doce años después de suscribir la póliza, de lo contrario se trata como renta de activos de capital y tributa como tal.	
Italia	Para contratos de seguro de vida de más de cinco años de duración, las aportaciones totales hasta 2.500.000 liras son deducibles. Pero las primas se gravan con un impuesto del 2,5 por 100.	La renta por intereses no está sujeta a impuestos.	Para dotaciones, la diferencia entre la suma global y el total de primas pagadas tributa al 12 por 100. Para anualidades, 60 por 100 del importe anual se grava como renta ordinaria.
Luxemburgo	Las cuotas de póliza de vida de duración de diez años como mínimo son deducibles hasta un límite de 27.000 francos luxemburgueses.	La renta por intereses no está sujeta a impuestos.	Los ingresos por vencimiento no tributan. Impuesto pagadero en contratos cuyo valor neto excede de 200.000 francos luxemburgueses.
Holanda	Primas de vida deducibles hasta un límite de 5.400 florines, que puede aumentarse hasta 75.000 florines si la provisión para la vejez es insuficiente en relación con la renta corriente.	El interés acumulado en el plazo de una póliza de vida no es imponible.	Los ingresos por vencimiento no tributan si la muerte ocurre antes de la edad de 72 años. Después de ella, los ingresos tributan si exceden de 10.000 florines.

CUADRO NÚM. 4 (continuación)
FISCALIDAD DEL SEGURO DE VIDA EUROPEO

	FISCALIDAD DE LAS PRIMAS DE SEGUROS DE VIDA	FISCALIDAD DE LA RENTA POR INTERESES	FISCALIDAD DEL INGRESO POR VENCIMIENTO
Noruega	Las aportaciones a seguros de vida no son deducibles.	La renta por intereses se grava al 28 por 100 como toda renta ordinaria.	
España	Primas de vida deducibles hasta la reforma de la fiscalidad personal de 1999.		Las anualidades de vida se tratan como renta imponible aunque reducida por una cuota de acuerdo a la edad. Sumas globales (menos primas pagadas) imponibles como renta.
Reino Unido	Las pólizas de ahorro de vida no son deducibles de la renta imponible.	La renta y las ganancias de capital realizadas tributan dentro del fondo de vida.	Sin impuestos sobre pólizas en período de carencia (de ordinario, pólizas de prima regular diez años como mínimo).

sorbido a la UAP privatizada, y Allianz ha tomado el control de la recientemente privatizada AGF. Las compañías de propiedad estatal, que tendían en cierta medida a canalizar sus inversiones en activos públicos, estarán cada vez más orientadas a buscar mayores beneficios. Las dos únicas aseguradoras importantes de propiedad estatal que quedan son GAN y CNP. Después de tropezar con problemas en la venta de la filial bancaria CIC de GAN, el gobierno despidió a su presidente y se encuentra actualmente en proceso de fusión con Groupama; así pues, la medida en que pueda tener lugar una ulterior privatización seguirá siendo incierta. Sin embargo, es probable que el impulso hacia una mayor eficiencia seguirá adelante, lo que implicará, a su vez, una filosofía de la inversión orientada a obtener rendimientos efectivos.

ALEMANIA

Como indica el gráfico 13, el mercado alemán de seguros de vida se ha mostrado menos dinámico que el francés. Sólo fue desregulado a raíz de la recepción de la Tercera Directiva de la UE en 1994, que fue, por supuesto, acompañada por los cambios generalizados que se registraron en Alemania con motivo de la integración con Alemania Oriental. El crecimiento de las primas de seguros de vida a partir de 1990 se explica en parte por los esfuerzos realizados por las compañías de seguros para incorporarse al nuevo mercado en la región oriental.

Mediada la década de 1990, los márgenes brutos y los beneficios fueron cayendo constantemente. La decisión que el gobierno adoptó, en 1993, de aumentar el porcentaje libre de impuestos de los ingresos financieros devengados por las cuentas de ahorro ha socavado la ventaja fiscal de que gozaban las pólizas de se-

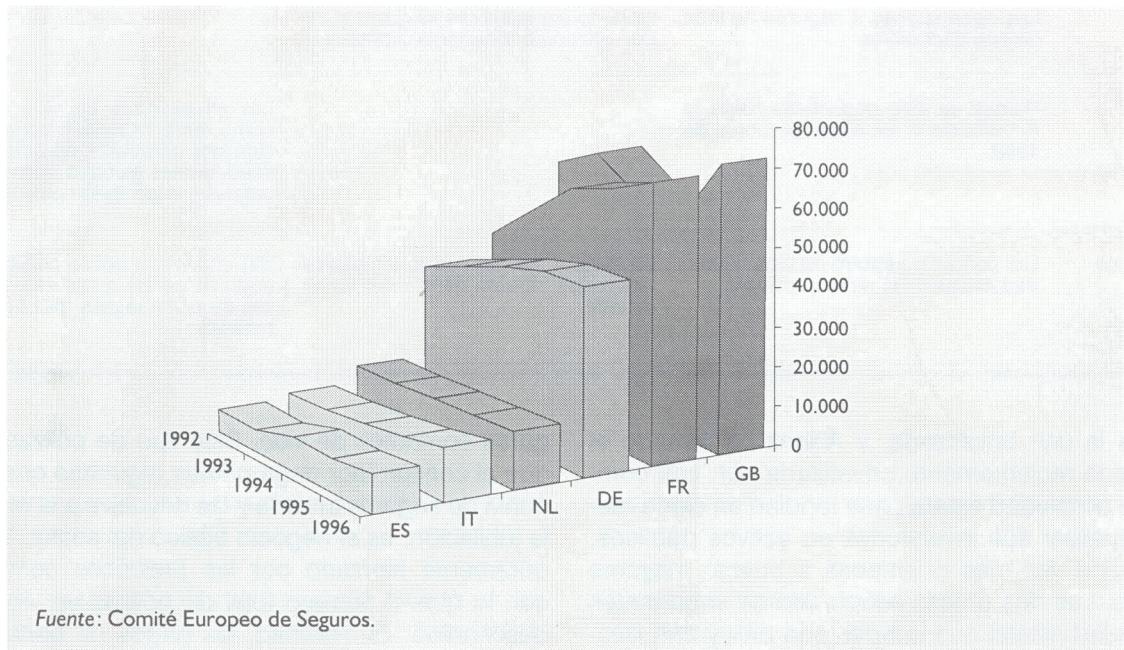
guros corrientes de vida. Este tipo de pólizas, por las que el consumidor paga primas regulares que la compañía de seguros invierte y las devuelve a la muerte o a la jubilación, es el negocio básico del sector. Y ha sido duramente afectado por las presiones competitivas, con lo que el número total de pólizas en vigencia ha descendido. En realidad, los pagos de beneficios de las pólizas a su vencimiento ya no pueden cubrirse mediante los ingresos por primas en esta línea. Estos acontecimientos están comenzando a dañar la rentabilidad de los recursos propios en todo el sector, que para el conjunto de las aseguradoras alemanas de vida ha descendido desde el 27,2 por 100 en 1986 al 21,7 por 100 en 1997. Las tasas actuales de crecimiento son bastante bajas: en 1996, el seguro de vida logró un crecimiento de su facturación de sólo un 4 por 100 anual. Para hacer una comparación a más largo plazo, las primas de seguro de vida crecieron en un 10,5 por 100 anual durante el período 1990-95, y en un 5,12 por 100 anual en 1995-1998.

A pesar de todo, el sector mantiene ciertas ventajas estratégicas. Las encuestas del Allensbach Institute, una de las principales empresas alemanas de investigación de mercados, muestran que el pueblo alemán todavía ve el seguro de vida como la manera más segura de ahorrar para la jubilación, y mucho más segura que los planes de pensión estatales o empresariales. En tests sobre preferencias del consumidor, solamente los bienes inmuebles se muestran sistemáticamente por delante (y sólo ligeramente) del seguro como piedra angular de los planes de ahorro a largo plazo para la jubilación.

ITALIA

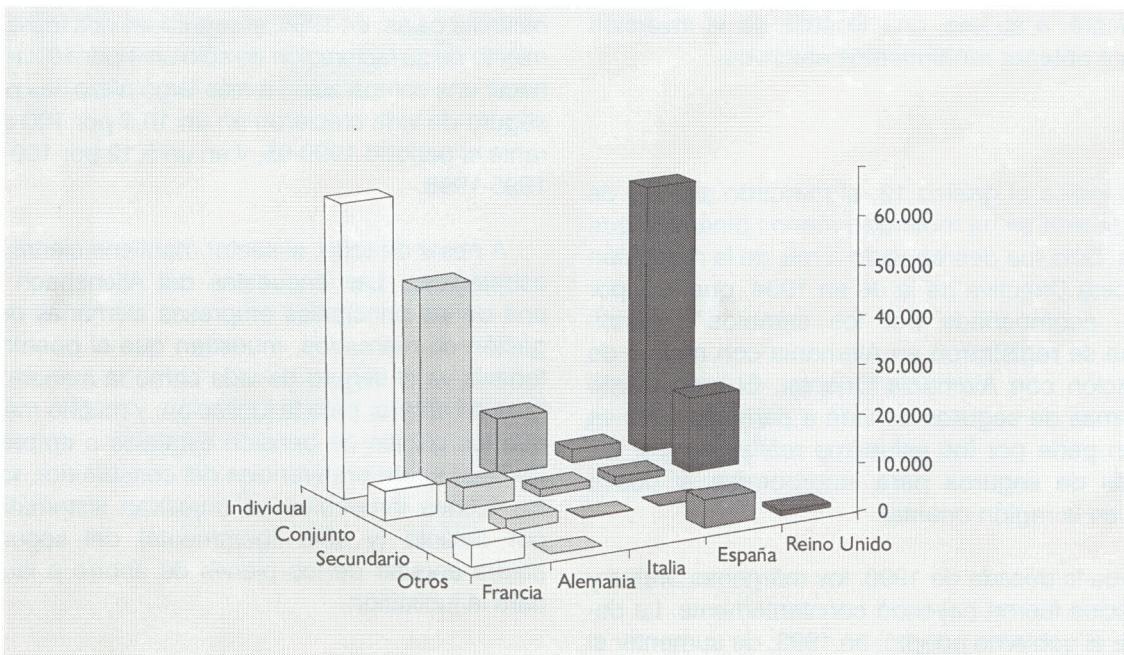
El mercado italiano de seguros de vida es aún más

GRÁFICO 13
TAMAÑO DEL MERCADO DE SEGUROS DE VIDA
(Millones de euros)



Fuente: Comité Europeo de Seguros.

GRÁFICO 14
PRIMAS DE SEGUROS DE VIDA: MILES DE EUROS POR ACTIVO



Fuente: Comité Europeo de Seguros.

CUADRO NÚM. 5
ACTIVOS FINANCIEROS DE LAS FAMILIAS ITALIANAS
(Miles de millones de liras)

	1992	1996	TACC * (porcentaje)
Depósitos bancarios	687.400	764.286	3
Bonos del Estado	697.072	746.144	2
Acciones	487.148	611.128	6
Fondos de inversión	60.663	194.292	34
Seguros	88.755	166.410	17
Otros	474.021	769.906	13
Total	2.495.059	3.252.166	7

(*) Tasa de crecimiento anual

Fuente: "The Italian Insurers", Fox-Pitt Kelton, julio 1998.

reducido que el de Holanda o el de Suiza. Ello se debe principalmente al papel anterior de los beneficios de las pensiones del Estado, que históricamente han sido muy generosos en Italia (hasta el 80 por 100 del salario final), y han obrado como desincentivo para el ahorro a largo plazo. Además, los déficit presupuestarios persistentemente elevados (que en parte tienen su origen en el propio Estado del bienestar) han dado lugar a tipos de interés elevados, aumentando de este modo el atractivo de los instrumentos de renta fija. Los ahorradores italianos, por tanto, han invertido preferentemente en bonos y en productos de depósito ofrecidos por los bancos, en lugar de en otros productos de ahorro como los seguros.

La tasa italiana de ahorro ha sido relativamente alta, pero, debido a los factores antes mencionados, se ha canalizado tradicionalmente hacia el sector del ahorro a corto plazo. Los datos que aparecen en el cuadro núm. 5 señalan la pauta marcada durante estos últimos años; si bien los seguros han crecido a una tasa interanual compuesta del 17 por 100, el crecimiento de los fondos de inversión ha sido todavía mayor, llegando al 34 por 100 anual.

El marco legal del seguro de vida italiano ha cambiado considerablemente cuando se han incorporado a la legislación italiana las directivas de la UE. Ha mejorado la divulgación y se han fortalecido los requisitos de solvencia, habiéndose desregulado radicalmente otros importantes aspectos del mercado, en particular el diseño de precios y de producto, que estuvieron sujetos anteriormente a una estrecha supervisión. Por ejemplo, las compañías de vida sólo han podido establecer niveles de primas y de márgenes con independencia a partir de mayo de 1995.

La atracción histórica relativa de los bonos y de los productos de capital en Italia tiene su reflejo en una

ponderación del 70 por 100 de los bonos en las carteras de inversión del sector (datos de 1996). No deja de sorprender que el sector no de vida tenga actualmente una exposición más alta (23 por 100) a los títulos de capital que el sector de vida (11 por 100). La cartera de inversiones del sector de vida, en su conjunto, es sumamente conservadora, dado su perfil de obligaciones a largo plazo. Dado el descenso de los rendimientos de los bonos del Estado, parece probable que las carteras tengan que ser reorientadas hacia los títulos de capital si el sector de los seguros de vida ha de competir con éxito con otros productos de ahorro, como, por ejemplo, los fondos de inversión.

Los productos del seguro de vida italiano han sido históricamente más o menos los mismos debido a la responsabilidad que el regulador ha asumido en su diseño. Hay, sobre todo, pólizas de prima regular con dotación de beneficios, anualidades aplazadas con beneficio o seguros de vida temporales. Hasta ahora, los productos *unit linked* no han causado un impacto significativo.

ESPAÑA

Como muestra el gráfico 13, las dimensiones del sector español de seguros de vida son muy reducidas: la gran cantidad de "otras" pólizas se debe a la preponderancia de las pólizas de prima única. La distribución del seguro de vida en España ha estado dominada tradicionalmente por agentes regulados. Sin embargo, el negocio de los seguros bancarios ha realizado progresos considerables. Una encuesta realizada en 1993 por la organización española de investigación ICEA halló que los grupos económicos C2DE mostraban preferencia por el contacto directo con sus aseguradoras, mientras que los miembros de los grupos socioeconómicos medios preferían a los bancos, y que los grupos más altos se inclinaban por los servicios de agentes especializados. El sector ha

comenzado a crecer con rapidez durante los últimos años: el total de primas de seguros de vida, de 2.797.000 millones de pts. en 1999, representó un crecimiento del 37 por 100 respecto al año anterior.

PANORAMA GENERAL

Si bien el sector del seguro de vida está bien posicionado en la medida en que ha establecido canales de distribución al consumidor, sus mayores problemas estriban en el tipo de producto que ha de ofrecer. Históricamente, los tipos de producto ofrecidos fueron más apropiados para el inversor en renta fija, y muchas compañías de seguros han de hacer frente al difícil reto de reorientarse hacia productos de renta variable. La necesidad de construir un adecuado registro de gestión de inversiones en esta área representará un notable desafío para muchas empresas. Con el sector de los fondos de inversión creciendo ya con gran rapidez y con notable éxito en la mayoría de los países europeos, las perspectivas de que el mercado de seguros de vida se convierta en un canal principal para el ahorro del consumidor parecen relativamente limitadas, ante la situación actual de ausencia de nuevas concesiones tributarias.

EVOLUCIÓN PROBABLE EN LA FINANCIACIÓN DE EMPRESAS EN EUROPA

Un tema de la mayor importancia a largo plazo para el desarrollo de los mercados europeos de capitales es el de la probable relación entre el sistema bancario y los mercados de capitales como fuentes de suministro de financiación a largo plazo. Como es sabido, la situación actual es tal que en muchos países miembros de la UME el sistema bancario es, con mucho, el proveedor dominante de fondos. El gráfico 15 muestra, en términos de porcentaje del PIB, la importancia relativa de los sectores bancario, de fondos de inversión y de compañías de seguros/fondos de pensiones en los países miembros de la UME a fines de 1997. Exceptuando a Holanda, el dominio abrumador del sistema bancario se manifiesta con claridad meridiana.

Puede apreciarse también que, históricamente, en muchos de los países de la Unión Monetaria Europea el mercado de bonos se ha ido quedando bastante subdesarrollado, excepción hecha del mercado de bonos públicos (gráfico 16).

Esta situación se ha producido por dos razones: en primer lugar, hay que destacar la carencia compa-

rativa de un mercado de renta fija grande y flexible capaz de financiar no sólo a las empresas líderes, sino también a las empresas del segundo nivel. Es evidente que con la llegada del euro esta situación ha cambiado. Con todo, la segunda razón para el dominio manifiesto de la financiación bancaria se centra en el hecho de que muchos bancos han estado determinando un precio demasiado bajo para sus préstamos. Al considerar este punto, puede ser de utilidad hacer referencia al ejemplo de Estados Unidos.

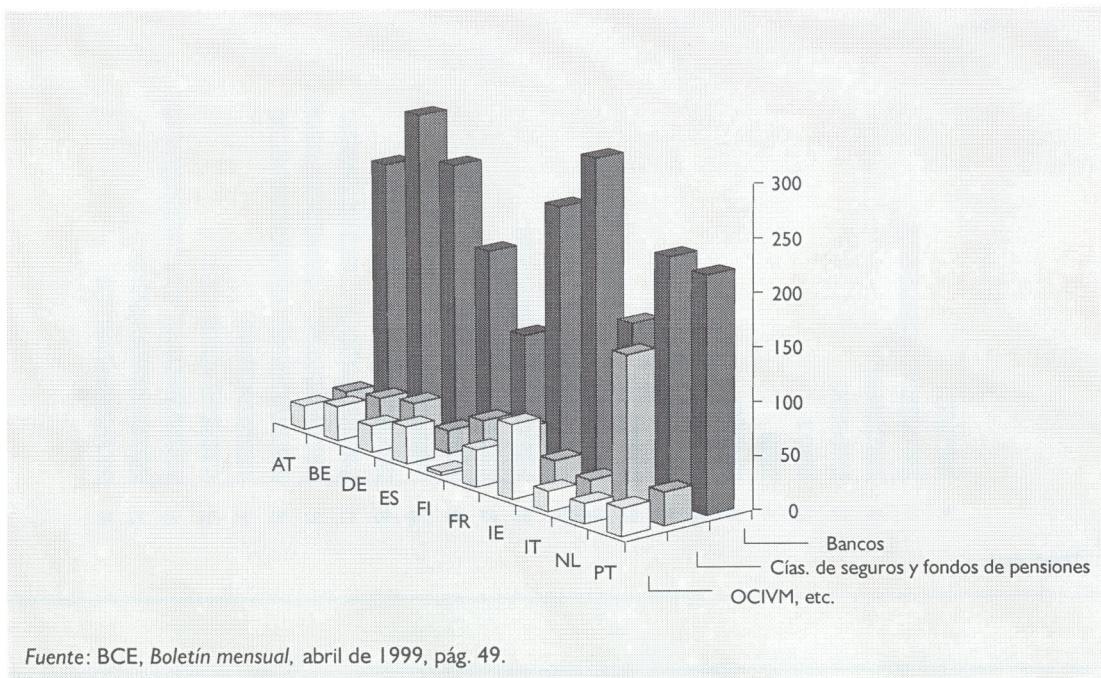
Se ha sostenido repetidamente que una consecuencia de la UME será el cambio de orientación hacia el "modelo americano": un rápido crecimiento en los mercados de valores en euros y el consiguiente declive en el papel del sistema bancario. Es sin duda cierto que los mercados de valores de EE.UU. han desempeñado un papel de creciente importancia en la financiación de las compañías estadounidenses, como muestra el gráfico 17.

Un factor de importancia esencial en el establecimiento de esta tendencia ha sido la aplicación del coeficiente de recursos propios de Basilea, que requiere que los bancos mantengan un 8 por 100 de su capital frente a activos ponderados según su riesgo. Puede apreciarse en el diagrama que el aumento sostenido del papel de los mercados de valores empezó poco después de imponerse este requisito de capital (10). Consideremos un banco estadounidense que se sienta obligado a ganar un 15 por 100 sobre su capital para poder asegurarse de que sus accionistas se sienten satisfechos con su rendimiento. Si no logra hacerlo, podría convertirse en objetivo para una fusión o absorción. Considérese un préstamo de 10 millones de dólares, para el que ha de retenerse un capital de 800.000 dólares. Un rendimiento anual del 15 por 100 sobre este monto de capital es igual a 120.000 dólares, que equivale a su vez a un rendimiento del 1,2 por 100 sobre los 10 millones de dólares. Las condiciones en los mercados financieros estadounidenses son tales que los créditos de primera clase no están dispuestos a pagar diferenciales de 120 puntos básicos sobre el LIBOR.

Podemos apreciar las consecuencias de un desplazamiento a largo plazo de los activos bancarios de Estados Unidos hacia préstamos de rendimiento más alto (y riesgo más alto). En particular, como se muestra en el gráfico 18, se ha producido un desplazamiento hacia la concesión de préstamos para bienes inmuebles y, dentro de la categoría de préstamos comerciales e industriales, de préstamos de más baja calidad.

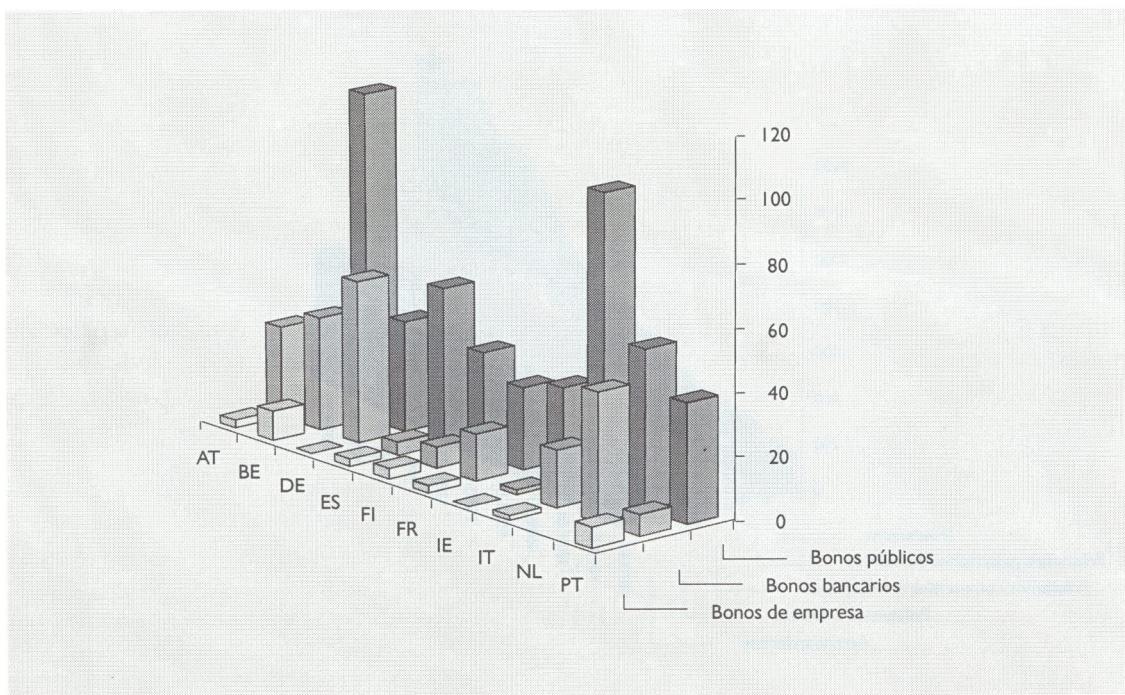
El primer tema que debe considerarse es si el área

GRÁFICO 15
ACTIVOS COMO PORCENTAJE DEL PIB DEL SISTEMA BANCARIO, COMPAÑÍAS DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES E INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA (OICVM) A FINES DE 1997



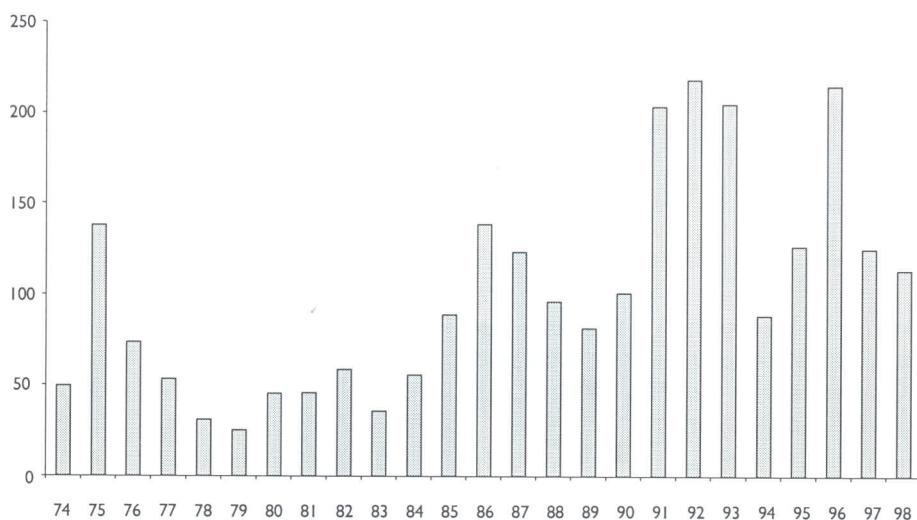
Fuente: BCE, Boletín mensual, abril de 1999, pág. 49.

GRÁFICO 16
BONOS EN CIRCULACIÓN COMO PORCENTAJE DEL PIB A FINES DE 1997



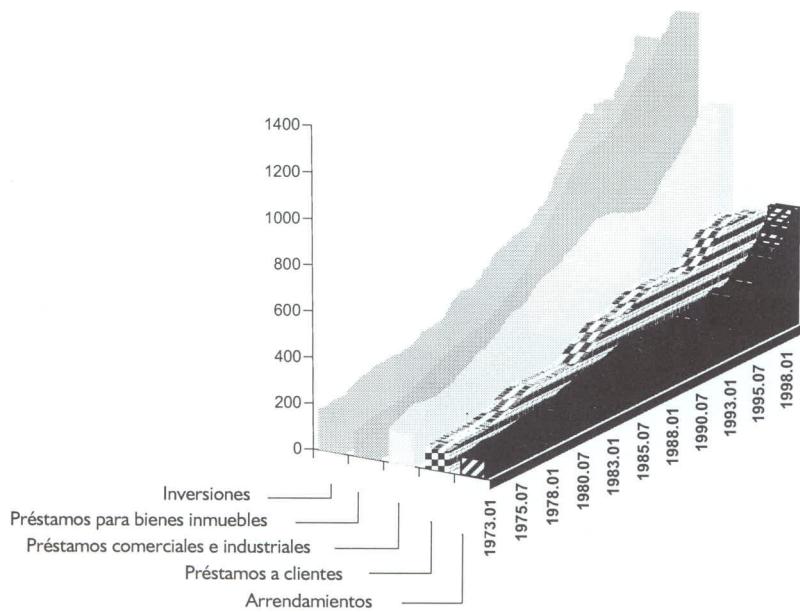
Fuente: BCE, Boletín mensual, abril de 1999, pág. 49.
 Las cifras de Holanda no distinguen entre bonos bancarios y corporativos.

GRÁFICO 17
**ESTADOS UNIDOS: EMISIÓN DE VALORES COMO PORCENTAJE
DE NUEVOS CRÉDITOS BANCARIOS**



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 18
DISTRIBUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS BANCARIOS DE ESTADOS UNIDOS A LO LARGO DEL TIEMPO
(Miles de millones de dólares)



del euro seguirá el modelo de EE.UU. Los autores de este informe opinan que la respuesta a esta cuestión es "sí, pero muy lentamente, debido a la existencia en el área del euro de importantes segmentos del sistema bancario que no están sujetos a presiones de los accionistas".

Es muy poco probable que el modelo estadounidense pueda aplicarse plenamente en un plazo inferior a una década, dada la existencia de sectores importantes del sistema bancario para los que no es necesario obtener rendimientos competitivos sobre su capital. Hay, por ejemplo, un importante sistema bancario del sector público en Alemania, ejemplificado en instituciones como el Westdeutsche Landesbank, que realiza actividades de banca comercial y de inversión, al mismo tiempo que se beneficia de las garantías estatales. Están efectivamente libres del requisito de obtener niveles de rendimiento de su capital que satisfagan al mercado de valores.

En un horizonte de 10-20 años, podría esperarse que la estructura del sistema bancario evolucione más hacia el modelo estadounidense. Es muy probable que tanto los bancos de propiedad pública como las instituciones mutualistas tengan que hacer frente a difíciles retos.

En lo que respecta a los bancos de propiedad pública, hay por lo menos tres factores que es probable que obliguen a estas instituciones a evolucionar para convertirse en entidades de propiedad accionarial.

En primer lugar, en un proceso que está ya en curso, la Comisión Europea seguirá poniendo obstáculos a los subsidios a los bancos de propiedad pública que compiten con los de propiedad accionarial. Está claro que, si se eliminan los subsidios, esos bancos tendrán dos alternativas: o seguir obteniendo beneficios del submercado y confiar en la aprobación del organismo público del que son propiedad, o procurar obtener beneficios equiparables a los de sus iguales en el ámbito comercial.

En el primer caso, la consecuencia en el largo plazo será su debilidad financiera, a no ser que sus propietarios públicos estén dispuestos a seguir inyectando nuevo capital en condiciones favorables, lo que es de suponer que encontraría la oposición de la Comisión. La implicación de todo ello será su incapacidad para seguir invirtiendo en el negocio, y en particular en nueva tecnología de alto coste. Ello, a su vez, conduciría con el tiempo a la incapacidad para competir en igualdad de condiciones. En el segundo caso, se verán obligados a aceptar la discri-

plina del mercado en la determinación del precio del crédito.

Es probable, sin embargo, que durante los próximos años muchos bancos del sector público opten por la primera alternativa. Lo más previsible es, por tanto, que sigan fijando precios demasiado bajos para el crédito –en particular, para grandes empresas industriales en su área geográfica, así como para ayuntamientos u otros prestatarios del sector público a los que se quiera favorecer políticamente.

Un segundo factor que puede limitar la función de los bancos del sector público sería como consecuencia de los criterios de Maastricht respecto a la deuda pública. Las entidades del sector público se verán sometidas a una creciente presión financiera en algunos países y estarán menos dispuestas a subsidiar o a aceptar rendimientos inferiores a los del mercado de los bancos de su propiedad. De igual modo, la privatización de estos bancos podría convertirse en una manera atractiva de atenuar esa presión financiera.

Un tercer factor, que tal vez sea el menos evidente, es consecuencia intrínseca de la llegada del euro. Éste está creando un área financiera única, en el seno de la cual las instituciones de propiedad pública serán intrínsecamente menos capaces de competir en toda el área.

Ello se debe a que el único grupo que parece no haber captado las consecuencias del euro es el de los gobiernos nacionales involucrados. Dos egregios ejemplos de ello son la decisión del gobierno portugués de vetar la adquisición de un banco portugués por parte del Banco Santander Central Hispano, y las objeciones del gobierno francés (11) a cualquier participación extranjera en ofertas públicas de adquisición de Paribas/Société Générale/Banque Nationale de París. Mientras algunos gobiernos miembros de la UE sigan adoptando enfoques nacionalistas de este tipo, es casi inconcebible que un banco de propiedad pública pueda ser capaz de realizar una adquisición de importancia o de construir una gran red en otro estado miembro de la UE. El resultado de estas políticas nacionalistas será la creación de gigantescos "campeones nacionales". Sin embargo, es inevitable que en el largo plazo estos campeones procuren también fusiones transfronterizas; y si las logran, los bancos del sector público que se limiten a sus propios países serán de tamaño relativamente pequeño.

Si pasamos a considerar ahora el sector de las mutualidades, es evidente que tanto la creciente presencia de la tecnología en los servicios financieros

como los costes de las inversiones asociadas a ella ejercerán presión sobre las instituciones mutualistas. Es probable que crean necesario convertirse en entidades de propiedad privada para poder acceder al capital que les permita seguir siendo competitivas. Un ejemplo de este proceso lo hallamos ya actualmente en ciertas entidades del Reino Unido. Las *building societies* más importantes –instituciones financieras tradicionales de propiedad mutual para la construcción de viviendas– se han convertido casi todas en bancos de propiedad privada. Un proceso paralelo se ha iniciado en el sector de los seguros de vida; el anuncio de la compra de Scottish Widows por parte del Lloyds Bank es probable que ponga en marcha la desmutualización del sector de los seguros de vida.

Si se aceptan los argumentos arriba señalados, se puede proponer el punto de vista de que el sistema bancario en el área del euro se irá comportando de manera muy parecida al sistema estadounidense, si bien, debido a los factores a los que hemos hecho mención, es poco probable que ello se produzca en toda su extensión hasta tal vez dentro de diez años. La segunda cuestión que surge espontáneamente es cuáles son las implicaciones de todo esto para las pautas financieras en el área del euro, tanto para las grandes compañías como para la financiación de las empresas de pequeño y mediano tamaño.

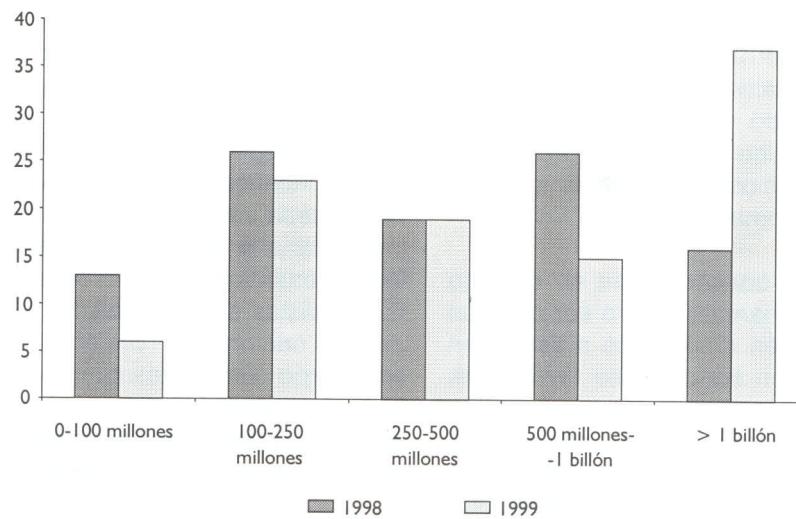
Empecemos dirigiendo la atención hacia el mer-

cado de bonos. Se tropieza con notables dificultades para obtener datos razonables, debido a que la llegada de una unidad monetaria con múltiples mercados nacionales ha suscitado problemas de definición estadística (12). Si se utilizan los datos del BIS, puede verse que la llegada del euro en el primer trimestre de 1999 ayudó a impulsar la cuota de las monedas del área del euro en el mercado internacional de bonos hasta el nivel del 36 por 100 del total, en comparación con el 48 por 100 del dólar de EE.UU. Debe señalarse, no obstante, que, tomando como base el BIS, ello no representó un nuevo récord: en el primer semestre de 1992 la cifra comparativa fue del 40 por 100.

Un apoyo importante para el papel del euro en los mercados internacionales ha sido la transformación de los mercados nacionales para el euro. La llegada de una gran concentración nacional de fondos invertibles ha abierto la posibilidad de emisiones que hubieran sido inimaginables anteriormente. Un ejemplo de ello lo constituyen los 9.000 millones de euros de efectos de tipo flotante emitidos por Tecnost International, la unidad de Olivetti que sirvió de vehículo para la adquisición de Telecom Italia, tras recibir un crédito sindicado de 22.500 millones de euros que la emisión de bonos ayudó a amortizar.

El gráfico 19 muestra el efecto de la llegada del euro en el cambio del volumen medio de las emisiones durante el primer trimestre de 1999.

GRÁFICO 19
EMISIÓN DE BONOS DENOMINADOS EN EUROS
POR TAMAÑO EN LA EUROZONA
(Porcentaje del total)



Fuente: Banco de Inglaterra, *Practical Issues Arising from the Euro*, junio de 1999, pág. 31.

No cabe la menor duda de que el mercado de bonos en euros se ha transformado desde sus inicios, cuando no constaba más que de una serie de pequeños mercados nacionales de bonos en las monedas de los países miembros de la UME. El bono Olivetti/Tecnost no es sino un ejemplo de la rápida escalada que se ha producido en el tamaño de las emisiones de bonos que ahora son posibles. Un segundo aspecto de la transformación ha sido la importancia creciente de los bonos con garantía hipotecaria, y en especial del "jumbo" Pfandbriefe. Otra característica destacada ha sido la ola de nuevas emisiones de ayuntamientos interesadas en ampliar sus fuentes de financiación.

Todos estos segmentos del mercado –bonos corporativos, con garantía hipotecaria y bonos municipales– son sin duda muy importantes en EE.UU., y está claro que el mercado de bonos en euros seguirá probablemente una senda similar de desarrollo. Sin embargo, un problema que inhibirá probablemente el crecimiento de los fondos con garantía de activos en general, incluyendo los emitidos con garantía hipotecaria, es que los marcos legales nacionales subyacentes siguen siendo diferentes. Por ejemplo, el Pfandbriefe es una creación de la legislación alemana; se han hecho intentos de imitarlo, en Francia por ejemplo, pero no existe un marco legal común para este tipo de bonos en el ámbito de la UE. Así pues, es poco probable que este segmento del mercado se desarrolle con rapidez a la misma escala que su contraparte estadounidense.

Lo que está sucediendo claramente es que el mercado de bonos en euros se está desarrollando rápidamente como fuente viable para grandes emisiones de compañías como la Olivetti/Tecnost, que reúnen las condiciones para el acceso a ese mercado. De igual manera, sin embargo, conforme el mercado de bonos en euros vaya creciendo y conforme aumente el tamaño mínimo aceptado para una emisión líquida –1.000 millones de euros es probablemente el mínimo en estos momentos–, el acceso se hará todavía más difícil para las pequeñas empresas.

Por otra parte, un notable factor de compensación consistirá en que los bancos comerciales irán encontrando cada vez menos atractivo el crédito a las grandes empresas, por las razones esbozadas arriba. Así pues, para los bancos comerciales, el próximo paso será probablemente sustituir el préstamo poco económico a una gran compañía por créditos rentables a pequeñas empresas.

El préstamo a la pequeña empresa es un tipo de

negocio cuya operación es intrínsecamente más costosa (los costes fijos de administración del préstamo se distribuyen entre montos más pequeños; se dispone de menos información sobre la empresa, por lo que se requiere más trabajo en la evaluación del crédito, etc.). La experiencia de EE.UU. y del Reino Unido sugiere que la clave para el éxito en este mercado radica en un proceso altamente automatizado para la evaluación del crédito. Se han desarrollado técnicas tales como la puntuación del crédito para préstamos a individuos privados; casi todos los bancos comerciales más importantes de EE.UU. y del Reino Unido están trabajando en elaborar sistemas para automatizar la evaluación de los créditos a las empresas más pequeñas. Ello supone, por ejemplo, la capacidad de analizar pautas de movimientos de cuentas bancarias y de poder alimentar así el sistema de evaluación de créditos.

A manera de ejemplo, el Banco Wells Fargo, de Estados Unidos, confió tradicionalmente en sus sucursales para el negocio de préstamos. Sin embargo, el proceso de aprobación resultaba lento y de abundante papeleo, y los precios de los préstamos variaban mucho. El banco decidió introducir técnicas que implicaban un análisis más centralizado de bases de datos, de puntuación de créditos y de fijación de objetivos de mercado. Utilizó el correo directo para ofrecer préstamos a posibles clientes en todo el país.

De acuerdo con el Instituto de Administración Bancaria (13), se diseñó de nuevo el proceso de aprobación, de manera que no requiriera más que media página de información, y los tiempos de aprobación disminuyeron hasta unos 15 minutos, desde las más de 24 horas que requerían anteriormente. Wells comenzó a utilizar también la determinación de precios basados en el riesgo, y aumentó las líneas de crédito a fin de anticipar las necesidades del cliente. El coste de la concesión de créditos disminuyó en un 90 por 100 y la cuota de Wells en préstamos bancarios inferiores a un millón de dólares en EE.UU. aumentó desde el 1,4 por 100 al 4,3 por 100 entre 1993 y 1996. Otros bancos han adoptado programas similares. Los modelos estadísticos les han llevado a la conclusión de que menos de 20 unidades de datos (en lugar de las 400 que los bancos suelen recopilar para puntuación de créditos) reflejaban con exactitud los riesgos crediticios de los préstamos a pequeñas empresas. Al centrarse en estas técnicas, redujeron notablemente el coste de concesión de nuevos créditos.

La capacidad de utilizar estos procedimientos de puntuación de créditos para préstamos a pequeñas empresas depende, en gran medida, de la disponibi-

lidad de datos. Es imposible aplicar un modelo de puntuación de créditos si no se cuenta con una base sustancial de datos que permita construir un modelo capaz de predecir adecuadamente cuáles son las compañías que tienen mayor probabilidad de fracasar. Es evidente que el traspaso de un modelo de Estados Unidos al mercado español, por ejemplo, equivaldría a dar una receta para el desastre. La estructura legal, el marco del mercado y la historia económica son, por supuesto, muy diferentes. Sin embargo, en España, como en otros países, se están realizando grandes esfuerzos en la elaboración de modelos para el análisis automatizado de las decisiones de concesión de préstamos a empresas. Parece muy probable que en toda el área de la UME, durante más o menos los próximos cinco años, veamos que los bancos se muestran activos en la preparación de modelos de puntuación de crédito a la construcción de pequeñas empresas o que utilizan otros procesos automatizados para préstamos a pequeños negocios.

Perspectivas para un mercado europeo para pequeñas y medianas empresas; análisis de EASDAQ y del Euro-NM

La mera disponibilidad de financiación bancaria no siempre es suficiente, claro está, para dar soporte al crecimiento de una empresa pequeña, y en especial de aquellas que esperan crecer rápidamente o que operan en un área de alta tecnología en la que el banco comercial ordinario no está adecuadamente cualificado para evaluar el riesgo. Para esta clase de empresas, dos tipos de financiación se consideran esenciales: el capital riesgo y –por lo menos en parte para ofrecer una salida al capital riesgo– el capital del mercado de valores.

Los orígenes del sector europeo de capital riesgo se remontan a unos 50 años atrás, aunque su crecimiento comenzó a tomar impulso durante la década de 1980. Según la Asociación Europea de Capital Riesgo, se logró un volumen total acumulativo de capital para inversiones de 82.000 millones de euros en 1985-1997; en 1997 se desembolsaron 9.700 millones de euros para más de 6.000 inversiones. Sin embargo, si bien no cabe duda de que las actividades con capital riesgo han aumentado rápidamente durante estos últimos años, su monto es todavía muy pequeño en relación con el de EE.UU. Más aún, dentro de Europa, el Reino Unido es con mucho el mercado dominante, por lo menos en lo que respecta a datos históricos (gráfico 20).

Una razón principal para ello es la falta de vías de

salida de capital riesgo. Las ventas comerciales, claro está, ofrecen una oportunidad, pero la experiencia de Estados Unidos es que la alternativa de introducción de la compañía en el NASDAQ es un incentivo importante.

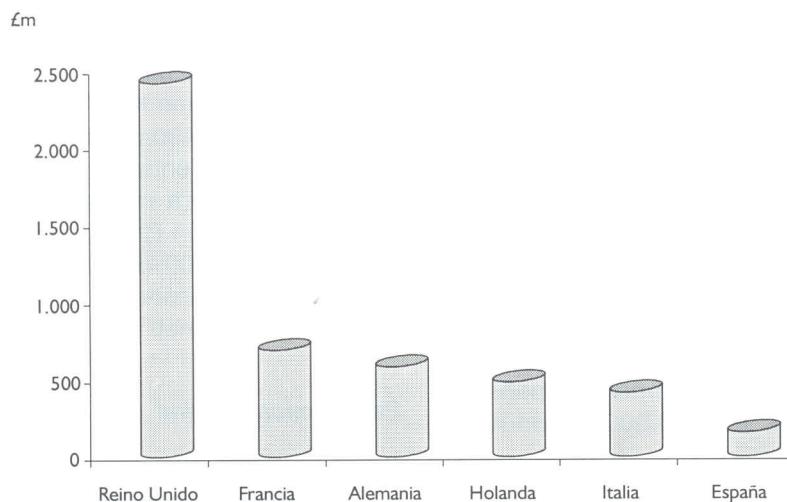
En este contexto, están disponibles varias alternativas europeas: la AIM en Londres para capital riesgo del Reino Unido, EASDAQ en Bruselas y el Euro.NM, que agrupa a varios mercados nacionales para empresas de rápido crecimiento y de alta tecnología. Las dos últimas alternativas son especialmente pertinentes para empresas del área del euro, de manera que nos centraremos en ellas. El primer paso en la creación del Euro.NM fue, de hecho, el Nouveau Marché de París, que se lanzó en febrero de 1996. El Euro.NM se estableció en principio en marzo de 1996, pero siguió siendo una “red” nacional con tan sólo un miembro, el Nouveau Marché, hasta febrero del año siguiente, cuando el NMAX de Amsterdam se incorporó al negocio. El Neuer Markt y el Euro.NM Bélgica siguieron rápidamente su camino en marzo y abril de 1997.

Dentro del Euro.NM, cuya capitalización de mercado se amplió considerablemente durante 1998 como reflejo del volumen de nuevas cotizaciones, el Neuer Markt representa el 81 por 100 del valor del mercado total. Deja pequeño al Nouveau Marché, que es el segundo contribuyente en orden de importancia, con un 13 por 100 del valor total, y al NMAX y al Euro.NM Bélgica, que registran un valor, respectivamente, del 5 por 100 y del 1 por 100.

Parte de los problemas del Euro.NM Bélgica es que compite frontalmente en su propio país con EASDAQ; la actividad de los bancos y de los agentes belgas de Bolsa está inevitablemente repartida entre los dos mercados, de manera que las empresas belgas que planean emisiones encuentran una alternativa en su propio país que les proporciona una exposición directa en toda Europa. En cuanto a NMAX, parece haberse frenado después de un inicio prometedor. El volumen de valores de NMAX durante los primeros cinco meses de 1999 fue de 402 millones de euros, en comparación con una cifra dos veces mayor durante el mismo período de 1998.

En el marco del éxito del Neuer Market, debería observarse también que la Deutsche Börse ha puesto en marcha recientemente un nuevo segmento del mercado, SMAX, orientado a pequeñas compañías de capitalización. Su objetivo principal es aumentar la liquidez y la transparencia de pequeños valores en la Bolsa principal. La negociación de valores en esta Bolsa está fuertemente concentrada en las 30

GRÁFICO 20
CANTIDAD DE CAPITAL RIESGO INVERTIDA, POR PAÍSES, 1996



Fuente: Asociación Europea de Capital Riesgo.

compañías de acciones de primera clase (*blue chips*) incluidas en el índice DAX, que representan más del 80 por 100 de la negociación total, en tanto que las 350 pequeñas compañías alemanas de capitalización no llegan al 10 por 100 de la negociación total. SMAX proporcionará a estas compañías una plataforma especial, utilizando el sistema Xetra. SMAX está dirigido a compañías que ya cotizan en Bolsa, así como a nuevos candidatos a la cotización. Para poder introducirse, las compañías han de tener un mínimo del 20 por 100 de flotación libre, es decir, de valores que cotizan libremente en el mercado, además de cumplir otras normas de información. El lanzamiento de este segmento parece haber tenido éxito, con más de 100 empresas entrando a cotización a las pocas semanas de su lanzamiento. No está claro todavía hasta qué punto SMAX podrá demostrar ser un competidor para las cotizaciones en el Neuer Markt, pero lo que sí parece probable es que pueda animar a algunas empresas que cotizan en el Neuer Markt a transferirse al mercado principal, y no tanto que pueda suceder lo contrario.

La estructura legal de EURO.NM es que se creó como un Grupo Europeo de Interés Económico, al amparo de las leyes de la UE. Si bien la armonización de las reglamentaciones nacionales ha progresado de manera significativa con la Directiva sobre Servicios de Inversión y otras iniciativas de la UE, no existen todavía normativas y reglamentaciones comunes para los mercados secundarios, ni una ley común europea

en lo tocante a las empresas, ni una autoridad supervisora central, ni un código de conducta común para todos los participantes. De aquí que se haya tenido que diseñar el Euro.NM para construir un mercado europeo de valores descentralizado, basado en una red de mercados nacionales subyacentes. Los enlaces directos entre los componentes del Euro.NM de París y Bruselas entraron en vigor al finalizar el año 1998, en tanto que los enlaces entre Amsterdam y Bruselas, y entre Amsterdam y París, se establecieron en enero y en abril de 1999, respectivamente.

Recientemente, se ha anunciado que, para dar cabida a la Bolsa suiza, deberá modificarse el marco legal del Euro.NM. Como Suiza no forma parte del Área Económica Europea, no se le aplican las leyes europeas por las que se rigen los grupos de interés económico. Se establecerá ahora como una alianza al amparo de la legislación belga. Otro paso dado es la celebración de una asamblea general cada seis meses para convertir al Euro.NM en un todo más coherente, y la creación de un comité de administración que se reunirá mensualmente.

Los acontecimientos acaecidos recientemente en lo que respecta a las alianzas de bolsas de valores (que se comentarán con mayor detalle más adelante) han suscitado un problema estratégico para el Euro.NM: los mercados matrices frances, belga y holandés se han unido en el EuroNext, en tanto que la Bolsa de Frankfurt está negociando una fusión con la Bolsa de Lon-

dres. Así pues, el futuro de la alianza de esas bolsas más pequeñas en estos momentos ha de ponerse ahora un poco en duda.

Cerca de 250 compañías cotizan en el Euro.NM, con una capitalización combinada de mercado de 60.000 millones de euros. Esto se compara con las 44 compañías negociadas en el EASDAQ, el principal competidor del Euro.NM. El EASDAQ argüiría que opera a un nivel diferente: sus compañías son mayores y son, por lo general, de tecnología más alta. (Sin embargo, con el rápido desarrollo del Neuer Markt, estas alegaciones son difíciles de sostener. A mediados de diciembre de 1998, la capitalización media de mercado de las compañías que cotizaban en EASDAQ se fijó en 327.000 millones de euros en comparación con la capitalización media de mercado por compañía en el Neuer Market de más de 350.000 millones de euros).

EASDAQ es un mercado basado en pantallas que utiliza un sistema múltiple de creación de mercado, similar al que utiliza el NASDAQ en EE.UU. Las cotizaciones se gestionan en pantalla, se cotejan las transacciones y se confirman a través de la red ISMA TRAX. El EASDAQ cuenta con la autorización de la Comisión Belga de Banca y Finanzas. Por tanto, en virtud de la Directiva sobre Servicios de Inversión, la autorización de Bélgica permite al EASDAQ operar su sistema de negociación en todos los demás estados miembros. Su libro de normas ha seguido de cerca el modelo normativo del NASDAQ, permitiendo a las compañías cumplir con los requisitos de información de la Comisión de Valores y Cambios (SEC) en Estados Unidos.

Las compañías que cotizan en NASDAQ tienen a su disposición un servicio de negociación dual. Ello implica que las acciones de las compañías pueden negociarse en toda Europa y en EE.UU. La negociación dual ofrece dos ventajas principales: se ampliará el horario de negociación de acciones de una compañía de cotización dual y la compañía tendrá acceso a un ámbito más amplio de inversores y un perfil de éste.

EASDAQ anunció hace poco que ofrecerá facilidades de negociación dual para compañías similares que cotizan en otras bolsas (es decir, en el Euro.NM). Esta iniciativa, que entró en vigor desde el primer trimestre de 2000, parece responder a la necesidad de conseguir un mayor volumen de negociación. Es de importancia vital para EASDAQ crear mayores volúmenes de negociación, a medida que los márgenes entre precios de oferta y de compra se van haciendo

mayores que en otros mercados, lo que hace que EASDAQ resulte más caro.

A fines de julio de 1999, EASDAQ anunció nuevas medidas para reforzar su posición, al conseguir 22.500 millones de euros mediante la colocación de un paquete privado de títulos con el fin de incluir nuevos accionistas tales como Knight/Trimark, el mayor creador de mercado en NASDAQ, Tradepoint, Morgan Stanley y Goldman Sachs entre otros. El papel de Knight/Trimark se considera crucial, puesto que tomará una fuerte participación (19 por 100), y porque representa casi un 25 por 100 del volumen de negociación del NASDAQ, especializándose en ejecutar pedidos de corredores por internet.

Panorámica general

La comparación entre EASDAQ y Euro-NM es instructiva. El primero ofrece una plataforma integrada para la negociación paneuropea de un conjunto relativamente homogéneo de títulos. El segundo es una amplia agrupación de mercados nacionales que operan bajo reglas armonizadas. La fortaleza de esta última en comparación con EASDAQ parece radicar principalmente en sus conexiones con el mercado local, y en particular con corredores de Bolsa e inversores locales en acciones emitidas en un país. Consigue de este modo un fondo básico de liquidez y de actividad que, a su vez, da apoyo al interés y a la actividad desde otros países. Dado que se trata de compañías más pequeñas, no es sorprendente que las raíces locales revistan tanta importancia. Este punto se exemplifica por la relativa debilidad del Euro.NM en Bélgica, en la que EASDAQ compite directamente "sobre el terreno".

Con una perspectiva a largo plazo, podría parecer que el Euro.NM, impulsado por el ingreso de nuevas bolsas, se convertirá en el principal mercado paneuropeo para las compañías más pequeñas. Sin embargo, todo dependerá del resultado de diversas fusiones entre las bolsas matrices y de si estas fusiones ejercen o no una influencia negativa en las relaciones de trabajo entre los miembros del Euro.NM. EASDAQ deberá hacer frente al reto estratégico de procurar luchar directamente con esas bolsas en su propio terreno, o de posicionarse de nuevo. Una posibilidad factible e interesante sería que EASDAQ se vinculara de algún modo con Tradepoint a fin de crear algo equivalente al NASDAQ para el mercado europeo, desafiando abiertamente a las alianzas de bolsas de valores. Con todo, esta posibilidad pudo verse reducida tras el anuncio efectuado por las bolsas de Londres y Franc-

fort en el sentido de que habían invitado al NASDAQ a unirse a su fusión.

COOPERACIÓN Y CONCENTRACIÓN EN LOS MERCADOS EUROPEOS DE CAPITALES

Implicaciones de la fusión propuesta entre Londres y Francfort, y su impacto en otras bolsas de valores

Como es sabido, durante el verano de 1998 las bolsas de valores de Francfort y Londres anunciaron planes para una alianza siguiendo –y hasta tal vez socavando– una alianza anterior entre Francfort y París. El plan Londres/Francfort se convirtió posteriormente, después de entablar conversaciones con otras bolsas de valores europeas, en una propuesta para una alianza paneuropea de bolsas de valores. Sin embargo, la consecución de algún avance concreto en estas propuestas demostró ser sumamente difícil.

Al hacerse gradualmente patente que la alianza propuesta entre ocho bolsas de valores europeas no avanzaba satisfactoriamente, emergieron dos agrupaciones por separado. Las bolsas de valores británica y alemana anunciaron la constitución propuesta de iX. Se trata de la fusión de las dos bolsas en virtud de la cual el mercado de *blue chips* negociaría en Londres de acuerdo con las normas reglamentarias de Londres, mientras que el mercado de alta tecnología, con la fusión del AIM de Londres y el Neuer Market alemán, negociaría en Francfort bajo normas reglamentarias alemanas. Las bolsas francesa, belga y holandesa han acordado fusionarse para constituir EuroNext.

Han sido necesarios dos años para estos modestos pasos adelante. Parece probable que ello obedezca a dos causas: en primer lugar, y en algunos casos, a la complejidad intrínseca de los problemas a resolver y, en segundo lugar, a la larga historia de dificultades en la cooperación entre las bolsas europeas.

Como ejemplo de las complicaciones a superar, puede ser instructivo considerar un campo en el que se han realizado mayores avances que en la alianza Londres/Francfort. Al inicio de 1998, las bolsas de valores de Copenhague y Estocolmo firmaron un convenio de cooperación con la finalidad de crear un mercado común nórdico de valores bajo el nombre de NOREX, Bolsas de Valores Nómadas. En NOREX, los títulos daneses y suecos se negocian mediante un sistema conjunto.

No obstante la armonización, se mantendrán ciertas diferencias surgidas de la diversidad en las leyes nacionales y en las prácticas de mercado. Por ejemplo, una decisión de suspender la negociación de un valor específico en la Bolsa de Valores de Estocolmo impide a los miembros de esa Bolsa negociar este valor en o fuera de la Bolsa. A los miembros de la Bolsa de Valores de Copenhague, por otra parte, solamente se les impide negociarlo en la Bolsa.

Otro ejemplo es que las leyes suecas no tardarán en permitir que una Bolsa de valores admita miembros de negociación directa. Se trata de entidades (que no sean bancos o sociedades de valores) que negocian por cuenta propia, entre las que podrían incluirse compañías industriales o inversores institucionales. En la actualidad no parece ser ésta una opción para la Bolsa de Valores de Copenhague, de acuerdo con las leyes danesas. En realidad, dicha opción podría suscitar preguntas interesantes para otras bolsas europeas si la Bolsa sueca hubiera de involucrarse en una Bolsa paneuropea. Muchos podrían mostrarse reacios a ofrecer derechos de asociación cruzada a estos negociadores directos, puesto que los principales inversores institucionales podrían caer en la tentación de desintermediar a bancos y a sociedades de valores (14).

Los sucesos que se produjeron en el entorno de BTL, una compañía sueca que cotiza tanto en la Bolsa de Valores de Estocolmo como en la de Copenhague, pusieron de manifiesto otra diferencia entre los dos mercados. La ley danesa establece la norma de oferta obligatoria para sus compañías que cotizan en Bolsa al obtener la mayoría de derechos de voto. La ley sueca no lo estipula. La compañía alemana Stinnes AG anunció en noviembre de 1997 que había adquirido el 51 por 100 de las acciones con derecho a voto. Esta transacción no dio lugar a ninguna acción reglamentaria en términos de requisitos para la oferta en Suecia, donde BTL cotiza principalmente. Sin embargo, la Bolsa de Valores de Copenhague determinó que Stinnes AG tenía la obligación de realizar una oferta obligatoria, y pidió a Stinnes que en un plazo de dos días anunciara las condiciones para una oferta de todas sus acciones. Stinnes describió más tarde la transacción como implicando a sólo un 49,9 por 100 de los derechos de voto, y evitó de este modo los requisitos legales daneses.

Como se verá, el camino para reunir a dos bolsas de valores está plagado de complicaciones; es, pues, lógico que los problemas se multipliquen al considerar una base paneuropea. Al mismo tiempo, sin embargo, las dificultades son superables siempre que

exista la determinación de superarlas. Puede ponerse en duda la profundidad de la determinación que sirvió de base para la fusión Londres/Francfort, y puede preguntarse si existe en realidad determinación suficiente entre los otros miembros potenciales de una alianza paneuropea, por la historia de tiempos pasados, en los que los intereses adquiridos nacionales han impedido realizar avances.

Puede ser útil detenerse brevemente en estos antecedentes. Podría argumentarse que, de alguna manera, a lo largo de la última década, Europa ha tenido de hecho un sistema paneuropeo a través del SEAQ-1 de Londres. Desde su *Big Bang* de 1986, SEAQ-1 ha funcionado como un mercado central de títulos europeos, mientras que las bolsas de valores continentales estaban inmersas en la lucha por modernizarse. La tendencia se revirtió a partir de 1991, después de que las bolsas continentales de valores comenzaran a poner en marcha modernos sistemas de negociación, con los que ésta se hizo más eficiente en Europa.

Se han realizado diversos intentos de crear un competidor paneuropeo del SEAQ-1. En enero de 1990 se elaboró un estudio de viabilidad basado en una propuesta para constituir lo que se llamó una "super liga" de cotizaciones. Por aquel tiempo, la Federación Europea de Bolsas de Valores (FESE, por sus siglas en inglés) ya tenía en estudio otro proyecto llamado Proyecto de Información de Precios para Europa (PIPE). Este proyecto habría de servir de sistema informativo paneuropeo. Mediada la década de 1990, el FESE decidió llevar adelante el PIPE, que se conoció más tarde como Euroquote. Resultó relativamente fácil llegar a un acuerdo preliminar sobre PIPE, pero el proyecto de "super liga" de cotizaciones –denominado entonces Eurolist– se convirtió en una fuente de problemas.

Al principio, la Bolsa de valores de Francia creyó que el concepto de cotización única europea incluía al propio sistema de mercado de valores, en tanto que para los británicos no pasaba de ser un listado de títulos. Los británicos creyeron que el sistema SEAQ-1 de la Bolsa de Valores de Londres debía constituir la base para un sistema europeo de bolsas de valores. El sistema SEAQ de Londres era particularmente adecuado en aquellos momentos para satisfacer las necesidades de los inversores institucionales. Con la adhesión de la Bolsa de Valores de Madrid, se constituyó en soporte de un mercado paneuropeo al por mayor. Franceses y alemanes, por otra parte, pusieron énfasis en la necesidad de un mercado al por menor. Su intención era estimular a los inversores al por menor a invertir en títulos extranjeros a través de los correderos locales.

En noviembre de 1990, las doce bolsas de valores de la FESE reevaluaron sus planes de integración. Tras algún debate, definieron dos planes independientes:

- Eurolist: un programa para hallar maneras de reducir la diversidad de las normas contables y de cotización que hacían muy costosa la entrada de valores en las cotizaciones oficiales de las bolsas de valores extranjeras.
- Euroquote: un sistema para difundir los precios e información de compañías sobre sociedades cotizadas en la Eurolist.

Formalmente, Euroquote se puso en marcha en forma de convenio de empresa en participación (*joint venture*) con la creación de Euroquote S.A., una sociedad por acciones con sede en Bruselas, destinada a facilitar la negociación de valores dentro del área de la CE. Las bolsas de valores de Londres, París, Francfort y Madrid eran los principales accionistas, con tenencias de cerca del 15 por 100 cada una.

Durante la primavera de 1991, los alemanes manifestaron que no había necesidad de mantener a Euroquote como sistema para proporcionar solamente información. Algunos vendedores privados estaban ya prestando este servicio. Lo que en realidad querían los alemanes era que Euroquote se convirtiera en un sistema efectivo de negociación europea. Los británicos, que no estaban dispuestos a financiar un competidor directo de SEAQ, se opusieron con vehemencia a esta idea.

El primer paso para el abandono de Euroquote se produjo en mayo de 1991 en una reunión de la FESE. Las bolsas de valores británica, irlandesa y alemana se opusieron a un aumento del capital de Euroquote (hasta la considerable cifra de 18 millones de dólares). Enfrentados por rivalidades y desconfianzas mutuas, los miembros de la FESE, como accionistas de Euroquote, decidieron por unanimidad la disolución de la compañía en julio de 1991.

Se aprobó, por el contrario, la relativamente inocua Eurolist, que fue puesta en vigor en las reuniones de la FESE de mayo y julio de 1991, cuando ya se había tomado la decisión de eliminar a Euroquote. Tal como quedó definido el proyecto de Eurolist, su objetivo principal era el de lograr la armonización de las reglamentaciones.

Los miembros de la FESE abordaron a los reguladores de cada país y a la Comisión Europea buscando su ayuda para la armonización. En mayo de

1994, se aprobó una enmienda de la Directiva sobre Detalles para la Cotización Oficial en Bolsa, que permitía a los estados miembros no exigir a los emisores la presentación de pormenores para la cotización oficial en Bolsa si sus valores se negociaban en otro estado miembro durante determinados plazos de tiempo y se habían presentado ya los pormenores a este último Estado. Al aprobar la enmienda, la Comisión apuntó explícitamente a impulsar el proyecto de Eurolist.

Eurolist comenzó a operar en octubre de 1995, con 59 compañías registradas de nueve países. Permite a las compañías obtener cotización en países europeos fuera de su propia Bolsa de valores utilizando un único juego de documentos. Una vez conseguida su cotización oficial en el sistema, las compañías pueden registrar sus informes periódicos en su país de origen, que los transmitirá después a los demás mercados.

Eurolist ha tenido un éxito relativamente modesto, al simplificar la carga que recaía sobre las compañías usuarias, pero no puede decirse que haya transformado a Europa en un sistema único de cotización oficial. Por otra parte, el fracaso de Euroquote y de otros intentos semejantes de cooperación entre bolsas de derivados (MATIF y DTB, por ejemplo) sugieren que tan pronto como la cooperación intenta avanzar más allá de simplificaciones administrativas de tono menor, como Eurolist, los intereses nacionales adquiridos se convierten en formidables obstáculos para el cambio. Por todo ello, existen buenas razones para proceder con cautela en temas como el de si puede lograrse que funcione alguna estructura paneuropea. Volveremos a tocar este tema al comentar sobre estructuras de bolsas y también en nuestras conclusiones.

El impacto de la tecnología

Un factor que sirve de contrapeso es que, si no puede lograrse poner en marcha una Bolsa paneuropea, el rápido avance de la tecnología, y en especial el de internet, puede hacer que el proyecto entero resulte intrascendente al hacer que las bolsas existentes sean irrelevantes.

Se han producido rápidos desarrollos en la negociación de valores en EE.UU. basados en la introducción de redes de comunicación electrónica (ECN, por sus siglas en inglés), que suelen basarse en internet, y de sistemas alternativos de negociación (ATS, por sus siglas en inglés) estrechamente relacionados con dichas redes. Según la Comisión de Valores y Cambios (SEC), el volumen de estos sistemas alternativos de negociación representa actualmente cerca del 20

por 100 de las operaciones de valores de NASDAQ y del 4 por 100 de las transacciones de valores cotizados en Bolsa.

Los ATS proporcionan a los creadores de mercado (corredores y sociedades de contrapartida) y a las instituciones un medio anónimo para cursar pedidos de un valor en el mercado. Cuando un creador de mercado utiliza un ATS para manejar una orden de compra o de venta, ésta se hace pasar primero por el ATS para comprobar los emparejamientos, y si no se encuentra ninguno, se anota electrónicamente en NASDAQ como una cotización de ATS. La orden enviada puede ejecutarse entonces en NASDAQ o emparejarse con una nueva orden a través del ATS.

Entre los ATS más importantes se incluyen Instinet, Island, Terranova Trading's Archipelago y un ATS operado por el conocido especialista de la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) Spear, Leads & Kellogg. Como indica este último nombre, las empresas establecidas en la NYSE están sumamente interesadas en los ATS. Su rápido crecimiento y sus bajos costes de operación los convierten en alternativas competitivas respecto al modelo tradicional de mercado. Más recientemente, en enero de 1999, Goldman Sachs convino en adquirir un 25 por 100 de Archipelago, y en junio de 1999 JP Morgan compró otro 25 por 100, uniéndose a Goldman y E*Trade como principales accionistas. Siguió el anuncio en julio de que Instinet había adquirido una participación del 16 por 100. Archipelago ofrece a sus clientes la capacidad de anotar directamente órdenes de compra o venta a precio limitado (*limit orders*) (15) en el sistema NASDAQ, o de forma anónima en el que se dice ser el primer libro nacional de pedidos de NASDAQ basado en un "algoritmo de preferencia", conocido como el Libro Inteligente (*Smart Book*). Cabe señalar, a manera de curiosidad, que al mismo tiempo que se anunciaba la compra de una participación por parte de Instinet, Archipelago anunciaba que estaba solicitando a la SEC convertirse en Bolsa por derecho propio. Esta medida ha dado lugar, a su vez, a respuestas de la Bolsa de Valores de Nueva York y del NASDAQ, que se comentarán más adelante.

Dos factores principales han propiciado el crecimiento de los ATS. En primer lugar, en 1997 los ATS se incorporaron a la estructura de mercado del NASDAQ, al implementar éste la Normativa de la SEC para Manejo de Órdenes. Mediante esta normativa, se cambiaron las reglas para el manejo de las *limit orders* del NASDAQ para limitar los márgenes. De esta manera los inversores individuales quedaron en igualdad de condiciones con las grandes instituciones. En segundo

lugar, fueron cada vez más los inversores individuales que empezaron a negociar a través de los agentes de Bolsa *online* –que utilizan los ATS– tanto para ahorrar dinero como para hacerse con el control del proceso de inversión.

En los mercados de títulos del Reino Unido, otro ATS importante es el sistema Tradepoint, que se ofrece como competidor del sistema de negociación de la Bolsa de Valores de Londres, y en particular ofrece un convenio de compensación de contraparte a través de la Cámara de Compensación de Londres. Este sistema maneja tan sólo un 1 por 100 del volumen de negociación de títulos de Londres, y ha estado perdiendo dinero desde su fundación en 1995. En 1999 se llevó a cabo su reestructuración, por la que un poderoso consorcio de instituciones (16) ha adquirido una participación del 55 por 100 en la compañía y se ha comprometido a orientar a través de Tradepoint la parte que sea necesaria de su negocio comercial para asegurar su rentabilidad. Otras seis empresas internacionales de corretaje se unieron al consorcio durante el año, elevando a once el número de empresas que lo integran.

En vigencia desde julio de 2000, Tradepoint logró la puesta en marcha de la primera Bolsa paneuropea de acciones de primera clase (*blue chips*), ofreciendo negociarlas en los componentes de todos los principales índices paneuropeos. Se ofrece de este modo un único reglamento para negociar, compensar y colocar *blue chips* en toda Europa. En julio se dio un espectacular paso con el anuncio de un convenio con la Bolsa de Valores de Suiza para llevar el servicio paneuropeo de títulos a la etapa siguiente, mediante la creación de una nueva entidad que tomaría el nombre de Virt-x. Ésta utilizará la plataforma comercial EBS de SWX y, lo que es más importante, SWX transferirá la negociación en todos los índices de valores del SMI a Virt-x, dotando al nuevo mercado de la masa crítica inmediata en el mercado europeo de las acciones de primera clase. Las acciones suizas y del Reino Unido que no son componentes de los índices europeos de *blue chips* seguirán siendo negociadas en las plataformas actuales de SWX y de Tradepoint.

Las negociaciones se efectuarán en el marco de un único ámbito de reglamentación; Virt-x se convertirá en una Bolsa de Inversiones Reconocida bajo la supervisión de la Financial Services Authority. La Cámara de Compensación de Londres (LCH, por sus siglas en inglés), Euroclear, SEGAINTERSETTLE (SIS) y CREST aportarán una contraparte central y una infraestructura de compensación y liquidación sobre una base integrada. Una vez completados los arreglos ne-

cesarios, se espera que SWX tenga, directa o indirectamente, un 38 por 100 de Virt-x y que el Consorcio posea igual porcentaje. Virt-x establecerá su sede en Londres y contará con un Consejo de Administración integrado por representantes de SWX, del Consorcio y de la dirección ejecutiva, juntamente con un cierto número de consejeros independientes.

Todo ello servirá de apoyo a la negociación de todos los componentes de los principales índices europeos al finalizar el primer trimestre de 2001. Tradepoint ha elaborado un programa para incentivar a los que suministran liquidez a sus mercados. En virtud de este plan, todos aquellos miembros que aporten determinados niveles de liquidez (en valores del Reino Unido y paneuropeos) serán recompensados con el derecho a participar en el capital propio de la compañía.

Sin embargo, se hizo patente que las razones aducidas para la inversión inicial del Consorcio en Tradepoint no eran de índole primariamente financiera. La intención fue más bien utilizar Tradepoint como una palanca para acelerar el ritmo del cambio en la Bolsa de Valores de Londres y en otras bolsas europeas, así como en EE.UU. (donde Tradepoint se convirtió hace poco en la primera Bolsa europea autorizada por la SEC para iniciar operaciones). Es evidente que, dependiendo del rumbo que tomen los acontecimientos, existe la posibilidad de que Tradepoint, con el respaldo del consorcio, pueda evolucionar hasta convertirse en el embrión de un mercado único paneuropeo con enlaces con EE.UU. Al ofrecer un convenio de compensación central homóloga, Tradepoint podría presentar un modelo atractivo para dicha entidad paneuropea.

Otro aspecto del impacto de la tecnología es el uso creciente de la asociación a distancia de las bolsas, permitida por vez primera en virtud de la Directiva sobre Servicios de Inversión de 1993.

El principal impulsor de la asociación a distancia parece ser la Deutsche Börse, a través de su sistema IBIS. Los participantes de IBIS en Londres están conectados con la Deutsche Börse mediante un punto de acceso en Londres, como lo están los participantes en Zurich, París y Amsterdam a través de los puntos locales de acceso. A partir de 1996, el número de miembros a distancia ha aumentado de 13 a 48, principalmente desde Londres, París y Amsterdam. Otra Bolsa en la que la asociación a distancia ha causado fuerte impacto es la de Estocolmo. Al inicio de 1998, la Bolsa de Valores de Estocolmo contaba con 48 miembros, incluyendo 22 instituciones suecas de valores y 26

instituciones propiedad de extranjeros, de las que 15 eran miembros a distancia negociando con el extranjero, incluyendo a Merrill Lynch y Morgan Stanley, que negocian desde sus oficinas de Londres. La Bolsa de Valores de Estocolmo cuenta ahora con miembros en seis países.

Así pues, un alternativa a la alianza paneuropea podría basarse en el hecho de que aquellas empresas que desearan comerciar internacionalmente se convirtieran en miembros a distancia de las bolsas que les fueran necesarias. Está claro, sin embargo, que ésta sería una solución global mucho menos satisfactoria, puesto que no tendría en cuenta la armonización de las prácticas entre las bolsas. Regresaremos de nuevo a la elección entre estas varias alternativas en nuestros comentarios siguientes.

Estructura de las bolsas

Los rápidos cambios inducidos por la tecnología en EE.UU. han ejercido presión sobre la estructura de las bolsas. En julio de 1999, Archipelago anunció que pretendía convertirse en Bolsa. A este anuncio siguió de inmediato una declaración de que la Bolsa de Valores de Nueva York estaba considerando transformarse ella misma en empresa pública e introducir sus propios valores en la cotización oficial. En respuesta a estos anuncios, el NASDAQ anunció planes de flotación de sus propias acciones, posiblemente en conjunción con colocaciones privadas de emisiones de títulos de empresas que cotizan en el NASDAQ, incluyendo algún tipo de alianza con uno o más ATS. La estructura del mercado de EE.UU. se encuentra, por tanto, en un estado caótico, si bien la rapidez del cambio pudiera muy bien verse frenada por la SEC. Ésta ha indicado que demandaría una revisión de la estructura autorreguladora de las bolsas si éstas se convirtieran en compañías.

Durante aquel mismo mes llegó el anuncio de que también la Bolsa de Valores de Londres estaba planeando desmutualizarse y convertirse en una compañía propiedad de sus accionistas. Este cambio se produjo al inicio del verano de 2000.

El rápido cambio hacia la desmutualización de las bolsas no se ha producido de forma inesperada. Suecia estableció la tendencia original a este respecto, cuando la transformación de la Bolsa de Valores de Estocolmo de institución semipública en sociedad por acciones, en 1993, sirvió de punto de partida a un período de cambios extraordinarios. La Bolsa de Valores fue al mismo tiempo privatizada y sus miembros y emisores se convirtieron en sus pro-

pietarios. Se han producido conversiones similares en otros países nórdicos. En 1996, la Bolsa de Valores de Copenhague dejó de ser una institución semipública para convertirse en sociedad anónima. En Islandia, el parlamento aprobó recientemente una ley sobre bolsas de valores por la que se requerirá que la Bolsa de Valores de Islandia cambie su condición legal y se convierta en sociedad anónima. La Bolsa de Helsinki tiene también una estructura legal privada, mientras que la Bolsa de Valores de Oslo es una institución "autopropietaria".

La conversión de la Bolsa de Valores de Estocolmo en sociedad por acciones tuvo lugar simultáneamente con la pérdida por ésta del monopolio legal que tenía, siendo ambos cambios resultado de la Ley sobre Bolsas de Valores y Operaciones de Compensación (1992:543) (la "Ley de Bolsa"), que entró en vigor en 1993. Asimismo, la Bolsa de Valores de Copenhague perdió su condición de monopolio en 1996.

En otros lugares, la Bolsa de Valores de Australia decidió desmutualizarse en 1996, lo que exigió una nueva legislación. El cambio de su condición legal tuvo lugar el 13 de octubre de 1998, y al día siguiente ASX cotizó en su mercado. Es interesante señalar que en abril de 1999 se propuso una fusión con la Bolsa de Futuros de Sydney (SFE, por sus siglas en inglés), si bien esta última se encuentra actualmente en trámites de fusión con Computershare, una compañía de sistemas que se ha ofrecido a adquirir un 50 por 100 de la SFE.

En febrero de 1997, el Consejo de la Bolsa de Valores de Italia creó una nueva compañía privada, "Borsa Italiana Spa", que ha asumido la responsabilidad por la reglamentación, promoción y gestión de la Bolsa de Valores, el mercado de valores sin cotización oficial y el Mercado Italiano de Derivados (MEID). En septiembre de 1997 se vendieron acciones de la nueva compañía, sobre todo a intermediarios autorizados. Esta nueva compañía comenzó a operar a principios de 1998.

Es evidente que el modelo tradicional de Bolsa, integrada por una organización mutualista limitada controlada por empresas miembros, está sujeto a fuertes presiones por parte de los modelos competitivos: bolsas corporativas y ATS, que son verdaderas bolsas bajo otro nombre. Esta tendencia no se limita a los mercados de valores: los miembros de la CME, en junio de 2000, votaron por un margen del 98,3 por 100 en favor de desmutualizar la Bolsa Mercantil de Chicago (CME, por sus siglas en inglés).

En el marco de referencia europeo, una consecuencia obvia de que las bolsas se conviertan en sociedades anónimas es que la cooperación transfronteriza puede consolidarse mediante tenencias transfronterizas; y lo mismo se aplica en el marco de la compensación y la liquidación, al que nos referimos a continuación.

Problemas de compensación y liquidación

La llegada del euro ha producido efectos sísmicos en el negocio de la negociación y liquidación de valores europeos. Una región con once unidades monetarias distintas y once sistemas nacionales de liquidación diferentes tiene en la actualidad una moneda única con once sistemas de liquidación de valores. Surge espontáneamente la pregunta: ¿Cuál puede ser la mejor manera de integrarlos?; porque, por toda la atención dispensada a los problemas de "puesta en marcha" al hacer que se conecten las bolsas, los costes posteriores de compensación y liquidación constituyen un factor vital en el comercio paneuropeo. Hasta que un inversor español pueda negociar títulos alemanes a casi el mismo coste –y tan simplemente como en un negocio nacional, es probable que los intercambios paneuropeos se vean frenados.

Este asunto ha sido objeto de activos debates durante años. Durante los primeros años noventa, se consideraron dos enfoques principales. El primero fue el modelo llamado "eje central y radios". Según este enfoque, la idea sería que los depositarios nacionales centrales de valores (DCV) se enlazarían cada uno de ellos con un centro transnacional (Euroclear o Cedel-Bank o ambos a la vez). Las transferencias transfronterizas de títulos entre, por ejemplo, Italia y España, se enviarían vía Monte Titoli → Euroclear o Cedel → SCLV, como se muestra en el esquema 1.

El enfoque alternativo, que por entonces fue conocido en ciertos ambientes como el modelo "spaghetti", consistía en que cada CSD formaría un enlace con cada uno de los demás DCV, eliminando la necesidad de utilizar Euroclear o Cedel. Este enfoque implicaría (si se aplicara en el conjunto de la Unión Europea) la necesidad de $15 \times 14 / 2 = 105$ enlaces bilaterales frente a $15 \times 2 = 30$ como máximo para la alternativa de "eje central y radios".

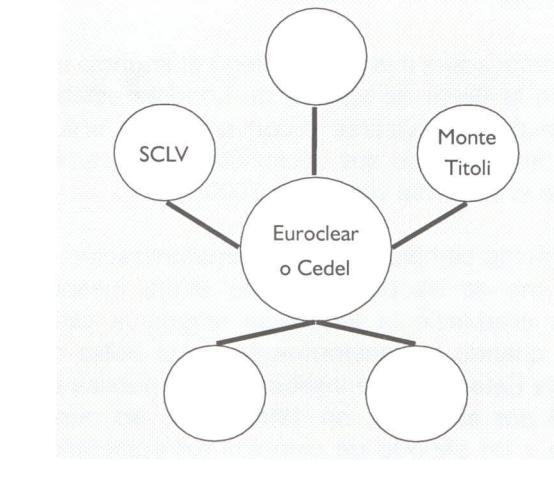
Los avances efectivos en el desarrollo de este asunto fueron escasos hasta que en marzo de 1997 se dio un paso adelante con la formación de la Asociación Central Europea Depositaria de Valores (ASEDV), que, inicialmente, excluyó tanto a Euroclear como a Cedel, si bien Cedel se convirtió más tarde en

asociado, al lograr designarse a sí mismo como depositario central de valores para Luxemburgo.

En todo caso, la ASEDV elaboró entonces un plan en función del cual cada DCV nacional se convertiría en un "portal" de entrada a cada uno de los demás DCV. En términos de sistemas, este enfoque resultaba preferible a la propuesta original del modelo de "spaghetti", ya que postulaba una interfaz única para una red. De este modo, cada DCV construiría un enlace con la red. Una vez vinculado a la red, la información fluiría entre el mismo y cada uno de los demás DCV de la red. En términos legales, sin embargo, sería necesario que cada DCV estableciera una relación bilateral contable con cada uno de los demás DCV, de manera que el número de relaciones contables todavía sería de $15 \times 14 / 2 = 105$.

El desarrollo siguiente se produjo cuando, a comienzos de mayo de 1999, Euroclear elaboró una propuesta formal para el mercado urgiendo la aplicación de un enfoque de "eje central y radios". La reacción del mercado, al parecer, llevó a ejercer presión sobre Euroclear para proponer una fusión entre ésta y Cedel con el fin de poder contar con un único eje central. Esta última propuesta fue rechazada por Cedel, que a mediados de mayo de 1999 pasó a anunciar su fusión con la Deutsche Börse Clearing (DBC) para constituir una nueva entidad (New Cedel International) en Luxemburgo. Cedel y DBC tendrían cada una un 50 por 100 de esta nueva entidad. Cedel anunció también que, juntamente con DBC, había suscrito un Memorándum de Entendimiento con SICOVAM, con vistas a

ESQUEMA I
NÚCLEO CENTRAL Y RADIOS



que esta última entrara a formar parte de la nueva entidad. De unirse SICOVAM a la fusión, se ajustaría su accionariado para reflejar el valor de la aportación de aquélla al negocio conjunto. En esta situación, DBC y Cedel no pudieron llegar a un acuerdo con SICOVAM en lo concerniente a su valoración, de suerte que esta última anunció su fusión con Euroclear. La entidad combinada DBC/Cedel adoptó el nuevo nombre de Clearstream, y entró legalmente en vigor a principios de 2000. Además, se ha invitado a otros DCV a considerar la posibilidad de entrar a formar parte de la fusión, a establecer enlaces con ella, o a utilizar la tecnología de la nueva entidad para subcontratar los servicios que sus miembros pudieran requerir.

Cabe reseñar que la fusión de Clearstream está basada en el uso de un sistema único (el software Creation de Cedel, implicando el abandono del proyecto TRUST del DBC). Por el contrario, la fusión SICOVAM/Euroclear seguirá utilizando, de momento, sus dos sistemas operativos.

La situación actual es, por tanto, sumamente fluida. El mercado se encuentra ante al menos tres propuestas competitivas, Euroclear/SICOVAM, Clearstream y ECSDA (17). Cada una de ellas tiene sus ventajas y sus desventajas, sus partidarios y sus críticos. Los costes, la viabilidad y las escalas de tiempos son en ambos casos de difícil valoración, y en cada caso dependen en parte de la cooperación entre entidades competidoras. Si bien se han levantado voces que demandan un marco único e integrado de compensación y liquidación en Europa, con el fin de eliminar la duplicación de costes extraordinarios, otras opiniones han señalado que un monopolio sin competencia podría carecer de incentivos para innovar o para mantener bajos sus costes.

Como ya se mencionó más arriba, el desarrollo de los acontecimientos durante los últimos siete u ocho años se ha visto impulsado por un mosaico de intereses adquiridos, y de momento la situación parece reflejar las mismas fuerzas. La única manera de evitar esta situación consistiría en establecer una coalición de usuarios lo suficientemente poderosa y lo suficientemente unida como para imponer a todas las partes involucradas un punto de vista impulsado por el mercado.

Vale la pena señalar que un grupo de 13 importantes empresas, reunidas en respuesta a la propuesta de Cedel a la Cámara Europea de Compensación, planteó una serie de principios por los que creyeron que debería guiarse el mercado (18). Se propugnaba que debería haber:

1. Un único proceso integrado en Europa para operaciones de compensación y de liquidación de títulos de deuda y de capital.

2. El proceso debería atenerse a los siguientes objetivos clave:

- Fiabilidad, integridad y escalabilidad.
- Disminución de riesgos.
- Reducción importante de los costes de inversión y de operación.

3. La solución debería incorporar la tecnología más apropiada, capitalizar en los sistemas vigentes en la medida de lo posible, y ser capaces de procesar un aumento exponencial de volúmenes de operaciones. El sector no está preparado para pagar directa o indirectamente la duplicación de desarrollos.

4. Puesto que la competencia en un proceso único de compensación y de liquidación puede ser limitada, se requerirá un fuerte control compensatorio:

- Ninguna organización individual debería ejercer una influencia indebida.
- La compensación/liquidación debería contar con un proceso de control independiente de la negociación o de los pagos.
- El proceso debería ser en gran medida de propiedad y ser dirigido por usuarios del sector de los valores.

Más recientemente, la Sociedad Internacional de Administradores de Valores ha elaborado una serie de recomendaciones (*ISSA Recommendations 2000*) pidiendo que se pongan en práctica principios similares en la práctica sobre una base global.

En el momento de redactar el presente informe, resulta muy prematuro evaluar el resultado de estos desarrollos, principalmente al carecer de mucha información clave. Las líneas generales de las propuestas están sobre la mesa, pero queda mucho por hacer antes de que algunos de los modelos se sometan a la prueba de la realidad. La propuesta de la Cámara de Compensación Europea es aparentemente atractiva, pero dado que la tecnología que ha de utilizarse es relativamente nueva y poco probada, es prematuro señalar preferencias respecto a la alternativa de Euroclear/SICOVAM. En lo que respecta a la tercera alternativa, Eurolinks de ECSDA, parece ser una solución par-

cial. Si bien podría ofrecer un marco estándar, lo que parece faltarle son las funciones del tipo eje central comentadas anteriormente a raíz de la propuesta del modelo "eje central-radios", que exigiría el uso continuado de Euroclear y CEDEL. Es decir, el enfoque ECSDA ofrece un campo limitado para la racionalización.

Otras posibles alianzas y, en particular, diferentes configuraciones de los mercados de derivados

Parece estar desarrollándose en los mercados de derivados una configuración europea totalmente diferente, que excluye en gran medida a Alemania. En junio de 1998, MEFF Renta Fija y MATIF acordaron juntamente la creación de Euro-GLOBEX. Parece que este hecho se produjo como reacción al fracaso del acercamiento desde Eurex a MATIF, que se produjo al parecer por haber insistido Eurex en que la única tecnología que debía utilizarse era la suya. Más aún, pareció que ni MATIF ni MEFF se habían sentido felices dejando prácticamente a Eurex el control total de todos los negocios combinados. Parece que también los italianos plantearon objeciones similares: en una reunión celebrada en Milán en diciembre de 1998, los representantes de MATIF, MEFF y MIF suscribieron un acuerdo en virtud del cual MIF se unía a Euro-GLOBEX juntamente con MATIF y MEFF Renta Fija.

Los principios básicos de Euro-Globex son:

- Ofrecer acceso de único punto a los sistemas electrónicos de negociación de cada Bolsa participante.
- Abrir nuevos canales de distribución para productos de cada mercado.
- Ampliar la gama de productos accesibles a los miembros de todos los mercados participantes.
- Procurar políticas conjuntas de marketing.

Es interesante señalar que el enlace MEFF/MATIF operará convirtiéndose MEFF (a través de una nueva filial) en miembro de MATIF. El concepto de una Bolsa convirtiéndose en miembro de otra tiene amplia resonancia en el marco del debate en torno a la alianza de la Bolsa de valores paneuropea analizado más arriba. Podría ser un posible método alternativo para lograr dicha alianza.

El paso siguiente, en marzo de 1999, fue una conexión entre MATIF, Simex y la Bolsa Mercantil de

Chicago. La Alianza Globex, nombre que se le ha dado a esa conexión, operará en el Nouveau Système de Cotation (NSC) con la tecnología de negociación desarrollada por París. Dado que incluirá la actual alianza entre MATIF, MEFF y MIF, la Alianza vinculará a unas 2.000 pantallas de negociación en Europa, Estados Unidos y Asia.

La alianza proporcionará a los miembros de cada institución privilegios de negociación entre bolsas con respecto a los demás productos negociados por medios electrónicos, así como oportunidades para conseguir ahorros con la fijación de márgenes cruzados entre los productos negociados en las bolsas.

Como parte de este acuerdo, SIMEX adoptará la plataforma de negociación electrónica NSC desarrollada por la Paris Bourse SBF como nuevo sistema electrónico para sus operaciones, colocando a las tres bolsas en la misma plataforma de negociación.

Las redes de cada una de las bolsas estarán interconectadas mediante una interfaz común conocida como un Eje Central API (Interfaz de Programación de Aplicaciones). La tecnología de selección de rutas y de mensajería proporciona a los miembros de la bolsa acceso directo a toda la gama de futuros y opciones ofrecidas por medios electrónicos en las tres bolsas. Despues se remitirán las órdenes al vehículo de negociación apropiado para ser cotejadas y confirmadas a los miembros. Como consecuencia del Eje Central API, los vendedores independientes de software podrán conectar sus sistemas frontales a las plataformas independientes de cada una de las bolsas mediante un interfaz único.

La Alianza GLOBEX pretende también establecer la cooperación en la compensación, mediante la cual la cámara de compensación cruzará el margen de tipos de interés y las posiciones de capital con las otras dos cámaras de compensación. La alianza estratégica establecerá asimismo un conjunto de normas y de políticas armonizadas para el comercio electrónico.

El acontecimiento más reciente en este contexto fue un anuncio, en junio de 2000, de fusión entre MEFF y la Alianza GLOBEX mundial. Ésta integra ahora a la Bolsa Mercantil de Chicago (CME), la Paris Bourse^{SBF}SA, la Bolsa de Negociación de Derivados de Singapur (SGX-DT), la Bolsa Brasileña de Mercaderías y Futuros (BM&F) y la Bolsa de Montreal (ME).

Además, en febrero de 2000, la CME y LIFFE anunciaron el acceso interbursátil a productos, que permite a los corredores del CME utilizar las nuevas ter-

minales de trabajo en Chicago para negociar, vía LIFFE CONNECT, productos de futuros en Londres, y a los miembros de LIFFE en Londres hacer lo propio con los productos de la CME negociados electrónicamente a través de la red de LIFFE CONNECT. Además, los miembros de LIFFE y de CME pueden ahora fijar márgenes cruzados a sus posiciones en las dos bolsas, obteniendo las ventajas de ahorro de capital y de costes que proporciona la cancelación de márgenes. Estas cancelaciones ascenderán hasta el 60 por 100 en las posiciones del Eurodólar de la CME, el Eurolíbor de LIFFE y el Euro LIBOR.

Juntamente con las deliberaciones del GLOBEX, se han celebrado esporádicamente conversaciones entre el Chicago Board of Trade (CBOT) y Eurex respecto a la posibilidad de establecer una conexión. La CBOT rechazó las propuestas iniciales de EUREX a principios de 1999, aunque aceptó una versión modificada de las propuestas y, en julio de 2000, la CBOT y Eurex anunciaron finalmente que su compañía conjunta de negociación electrónica pondrá en marcha su nueva plataforma de operaciones en agosto de 2000. Los socios anunciaron también que su *joint venture* recibiría el nombre de: a/c/e-alianza/cbot/eurex. a/c/e proporciona ahora la plataforma para el comercio electrónico en la CBOT y en Eurex. Una red común será el portal para los productos de CBOT y de Eurex para los usuarios del mercado global.

En resumen, se puede apreciar una pauta muy diferente de alianzas entre los mercados de derivados y aquella que es objeto de debate a escala de bolsas de valores, con una característica especialmente digna de mención como es la inclusión de los mercados de derivados de Singapur y las bolsas de EE.UU. en el marco de su alianza. Parece poco probable, en el corto plazo, que los mercados europeos puedan lograr la total integración de las bolsas de valores y los mercados de derivados dentro de la zona euro. Volveremos a tocar este punto en las conclusiones.

Implicaciones para los mercados de valores españoles

Haremos aquí un breve comentario sobre las implicaciones para el mercado español de valores de lo dicho hasta ahora. Empezamos con unas breves observaciones respecto a algunas tendencias recientes. Como muestra el gráfico 21, a partir de 1996 el volumen de negocio en el mercado español de valores ha crecido muy rápidamente.

Un cierto número de factores ha contribuido a ello. La caída de los tipos nacionales de interés, que hizo

más atractivo el mercado de valores; la subida de los precios aumentó el valor registrado de la negociación y atrajo, por supuesto, a nuevos inversores; y, como factor clave, la proximidad de la entrada en vigor del euro atrajo a un nivel mucho mayor de participación extranjera, como se muestra en el gráfico 22.

Al mismo tiempo, el mercado español de valores ganó en actividad y en liquidez, de manera que pudo atraer negocio del extranjero, especialmente de Nueva York, como demuestra el gráfico 23.

A consecuencia de estas tendencias, la composición de las compras extranjeras de títulos españoles ha experimentado cambios. Como se observa en el gráfico 24, el Reino Unido y los Estados Unidos (a los que corresponde, en conjunto, más del 70 por 100 de las compras extranjeras de títulos españoles en 1996) comenzaron a ser relativamente menos importantes (si bien sus volúmenes crecieron fuertemente en términos absolutos). La merma en la actividad fue suplida por las compras de Francia y del resto de la Unión Europea (los flujos de entrada desde Bélgica/Luxemburgo y del resto del mundo permanecieron relativamente estables).

El acontecimiento más reciente en este ámbito ha sido la introducción por la Bolsa de Madrid del Mercado de Valores Latinoamericano en euros, Latibex, el 1 de diciembre de 1999. Se trata de un mercado auto-regulado, autorizado por el gobierno español con fecha 29 de octubre de 1999, con una plataforma de negociación y liquidación electrónica en euros que permite a los inversores europeos operar con los principales valores latinoamericanos.

Panorama general

Es evidente que en estos últimos años el mercado español de valores ha estado relativamente bien integrado en los flujos internacionales de inversión, dada la muy importante participación extranjera en el mercado y el volumen de los flujos de entrada desde el exterior. La manera exacta en que se realizará la futura integración dependerá en gran parte de que la alianza paneuropea consiga el éxito o se vea superada por tecnologías alternativas, como se comentó anteriormente. Las fuerzas económicas generales de la inversión institucional sugieren que el volumen de los flujos orientados hacia los títulos de renta variable seguirán aumentando respecto a los títulos de renta fija, proporcionando un sólido soporte a largo plazo.

Si bien durante los primeros años noventa, se creó un "segundo mercado" para las empresas más pe-

GRÁFICO 21
BOLSA DE MADRID, NEGOCIACIÓN DE ACCIONES
(CRITERIO DEL VOLUMEN DE NEGOCIO)
(Millones de pesetas)

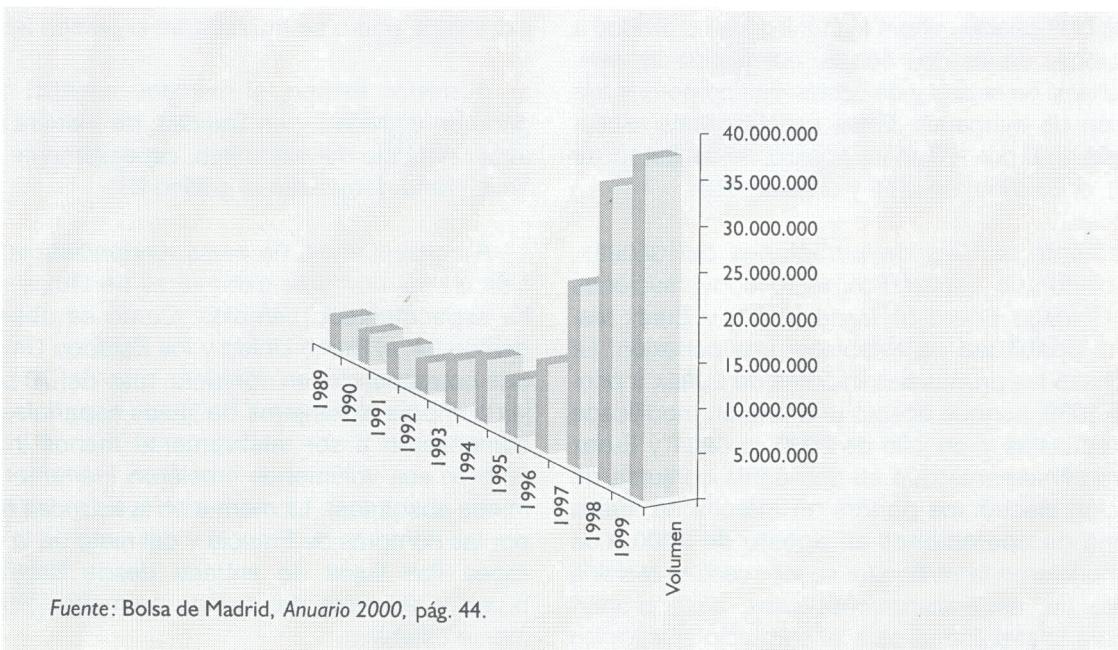


GRÁFICO 22
COMPRAS Y VENTAS EXTRANJERAS DE TÍTULOS ESPAÑOLES
(Millones de euros)

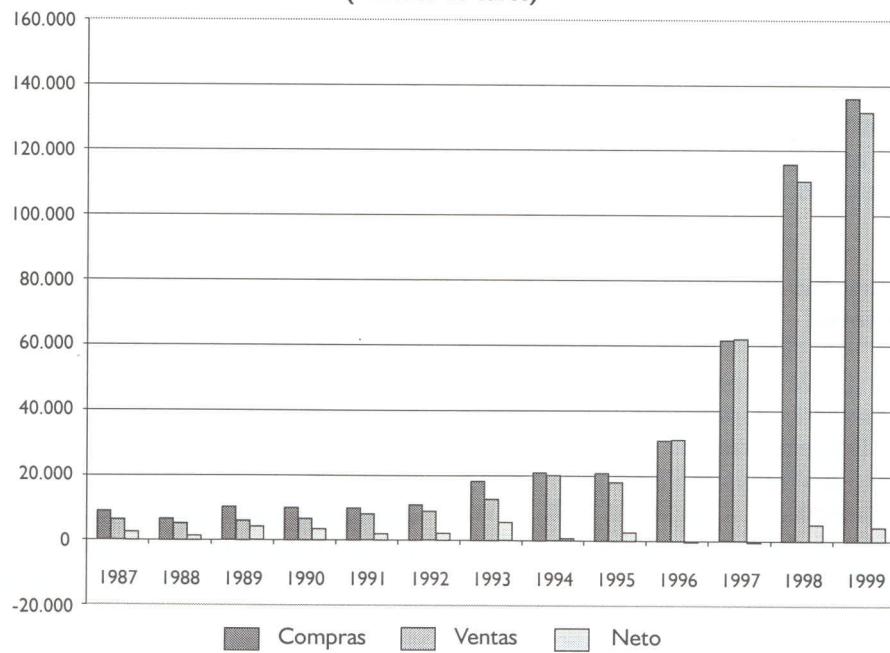
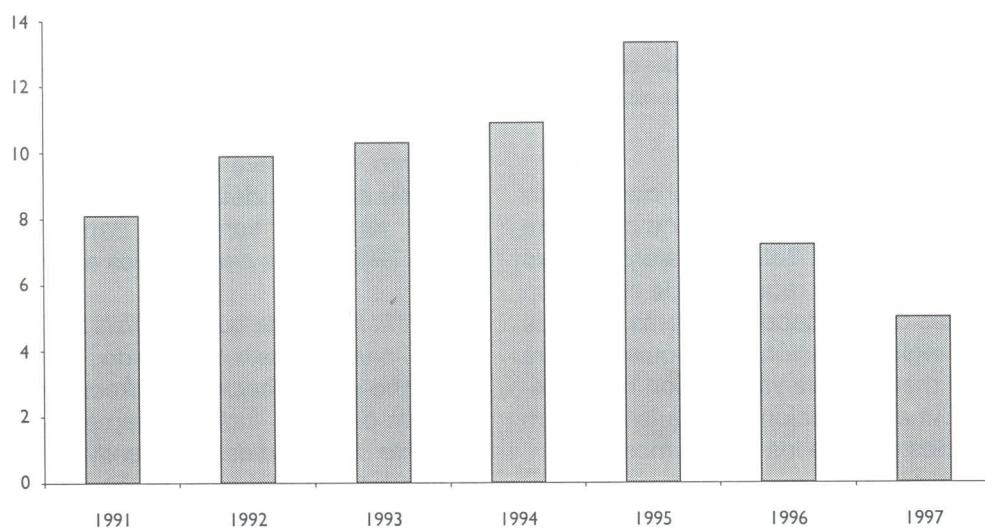
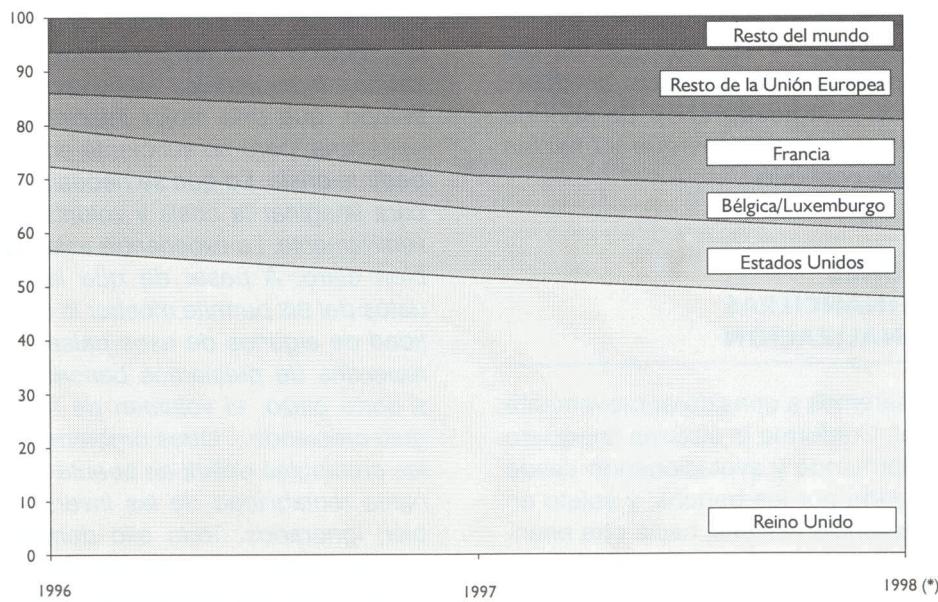


GRÁFICO 23
VOLUMEN DE VALORES ESPAÑOLES NEGOCIADO EN LA BOLSA DE NUEVA YORK
COMO PORCENTAJE DE LA BOLSA NACIONAL



Fuente: *Informe Anual, 1997* de la CNMV, pág. 156.

GRÁFICO 24
FUENTES DE COMPRA DE ACCIONES ESPAÑOLAS COTIZADAS
(Porcentaje del total)



(*) Datos junio-septiembre 1998.

Fuente: Bolsa de Madrid, *Anuario 1999*, pág. 105.

queñas, no existe actualmente ninguna vinculación española con el Euro.NM. Es probable que ello sea consecuencia de la creación del "nuevo mercado" para empresas de alta tecnología; aunque desde entonces, como ya se señaló anteriormente, el futuro del Euro.NM está estrechamente ligado a la pauta de fusiones de bolsas de valores matrices, este desarrollo puede postergarse hasta que aparezca una pauta más clara.

Las bases sobre las que descansa el nuevo mercado se definen en el Reglamento de 22 de diciembre de 1999, por el que se creó la Bolsa de valores Nuevo Mercado, y que hace que los requisitos de cotización para las operaciones del mercado de valores sea más flexible. Bajo esta reglamentación, los requisitos para la cotización en el mercado de valores son más flexibles, permitiendo una excepción al requisito de un historial de beneficios durante los tres últimos años.

La nueva reglamentación permite a la Comisión Nacional del Mercado de Valores establecer las condiciones específicas para la cotización y para la negociación permanentes, que han de satisfacer todas las compañías que planeen operar en este mercado. Otorga también a la Bolsa poderes normativos respecto a las reglamentaciones para la negociación por las que se rigen las operaciones del Nuevo Mercado.

A este respecto, la Circular 1/2000 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores desarrolla las condiciones específicas para la cotización y la permanencia en el Nuevo Mercado. La Circular 1/2000 de la Sociedad de Bolsas, sobre las reglamentaciones por las que se rige la negociación y las operaciones del Nuevo Mercado, se publicó el 15 de marzo del 2000. El Nuevo Mercado fue inaugurado el 10 de abril de 2000 con 10 compañías tecnológicas que ya habían operado en el mercado continuo.

POSIBLES SOLUCIONES PARA LAS CRISIS FINANCIERAS Y SU INTERNACIONALIZACIÓN

Para terminar, pasaremos a considerar brevemente un tema más general. Conforme el sistema financiero europeo se va transformando y evolucionando desde una estructura dominada por los bancos, y sujeto en gran medida a la intervención estatal, hacia otra orientada al mercado de valores, que es en gran medida independiente de la influencia del Estado, surge la cuestión de cuán vulnerable puede ser ante un huracán financiero del tipo que se ensañó con los mercados asiáticos en 1997-1998.

Se trata de un tema muy amplio, por lo que solamente podremos tocar algunos puntos del mismo. Empezaremos señalando que la crisis asiática ya se había previsto, por lo menos en parte, pero la brusquedad con la que empezó la crisis, el implacable proceso de contagio de diversos países, así como la magnitud del colapso de los tipos de cambio y de los precios de los activos, fue todo ello inesperado y sin ningún precedente en épocas recientes. Y el shock fue tanto más grave por el consenso emergente en que Asia era el modelo a seguir cara al futuro. Sin embargo, tal como señaló el Banco Internacional de Pagos (BIS) en sus comentarios a estos sucesos:

"El hecho de que las crisis financieras y de tipos de cambio hayan seguido produciéndose –de hecho se han hecho más frecuentes durante la década de 1990– indica claramente que hasta el presente las medidas preventivas han sido inadecuadas. Sin embargo, se ha trabajado mucho durante estos últimos años... Si ha de recurrirse a la acción preventiva para atajar una crisis, los participantes en el mercado y las autoridades reguladoras han de tener, en primer lugar, acceso adecuado a toda la información que pudiera ser de utilidad para predecir la crisis. Durante el último año, un creciente número de países han adquirido un compromiso con la Norma Especial de Diseminación de Datos del FMI. Más aún, se ha logrado un acuerdo sobre un cierto número de cambios útiles (entre ellos, una más amplia cobertura a escala de país, la asignación de acuerdo con el riesgo final y la frecuencia trimestral) para el registro semianual que realiza el BIS de datos de vencimiento y de la distribución sectorial y nacional de préstamos bancarios internacionales. Debe reconocerse, al mismo tiempo, que una mejor información es condición necesaria, pero no suficiente en sí misma, para impedir la crisis. Lo que se necesita también es visión para imaginar la crisis y voluntad para actuar preventivamente. La experiencia asiática deja este punto bien claro. A pesar de que la disponibilidad de datos del BIS permite mostrar la creciente vulnerabilidad de algunos de esos países ante una retirada repentina de préstamos bancarios internacionales a corto plazo, el volumen de estos préstamos siguió creciendo... Otros problemas evidentes, como los crecientes déficit en cuenta corriente y la declinante rentabilidad de las inversiones, fueron también ignorados. Todo ello demuestra que el uso que se haga de la información es tan importante como su mera disponibilidad (19)."

Se atribuyó por aquel tiempo gran parte de la culpa a la actividad de los especuladores financieros

internacionales y, en especial, a los llamados fondos de cobertura. El BIS señaló que:

"Los fondos de cobertura representan un segmento muy pequeño del mercado de inversores institucionales no obstante haber experimentado tasas de crecimiento anual del orden del 40 por 100 desde 1990. Los activos en gestión totalizaron, según se informó, 90.000 millones de dólares al finalizar el año 1997 (20)."

... hay escasa evidencia concreta de que los fondos de cobertura estuvieran profundamente implicados en iniciar, o incluso en intensificar, las series de depreciaciones de las divisas del sudeste asiático... parece que no hay evidencia estadística de que estos fondos, como grupo, estuvieran ampliamente en posiciones cortas frente a las divisas asiáticas en algún momento durante o después del verano de 1997 (21).

Dos años después de estos sucesos, es posible ponderar los efectos globales de la crisis. Hablando en términos generales, con la excepción de Indonesia, y por razones específicamente políticas, muchas de las economías del Sudeste asiático se han recuperado sorprendentemente bien. Se ha aprendido mucho, en especial de la crucial importancia de un sistema bancario sólido y supervisado muy de cerca para impedir –o, si no está presente, acelerar– el paso de una crisis externa al ámbito nacional. A largo plazo, parece probable que se considere que la crisis de Asia fue la que obligó a los países involucrados a reconocer que el "capitalismo amigista" no es sustituto para la propiedad regulada y para los mercados supervisados. En esta medida, es probable que en el largo plazo se la considere provechosa y saludable.

Debe señalarse también que Malasia, que eligió imponer controles de capital y barreras a los especuladores extranjeros, no se recuperó con la misma rapidez que Corea, que prefirió realizar una mayor apertura de su economía. Más aún, desde comienzos de 1997, el ringgit, la unidad monetaria de Malasia, se ha debilitado frente al dólar de EE.UU. más que el baht泰铢 o el won coreano; y, sin embargo, Malasia tenía una ratio entre deuda externa a corto plazo y reservas de divisas extranjeras mucho más baja que, por ejemplo, Corea, y debería haber estado en una posición más sólida.

Algunos han sostenido que la cadena de acontecimientos en la crisis asiática muestra que los mercados financieros internacionales son, en cierto sen-

tido, un animal salvaje fuera de control. Más en particular, algunos han argumentado que los sucesos de 1997-98 demuestran la necesidad de regular los flujos de capitales internacionales. Ello plantea las siguientes preguntas:

1. ¿Quién estaría a cargo de la regulación?
2. ¿Cómo podrían regularse los flujos de capital?

La respuesta a la primera pregunta no está clara en modo alguno. Quienes defienden este enfoque tienden naturalmente a suponer que los reguladores apropiados son los gobiernos, o tal vez las instituciones financieras internacionales. Lo que rara vez emerge a la superficie es la suposición implícita de que el regulador elegido sabrá lo que es mejor. La suposición implícita es que existe alguien en posesión de la sabiduría suficiente que lo sabrá todo mejor que el mercado. A primera vista, esta proposición es fácil de sustentar si se tiene en cuenta la aparente irracionalidad con la que la crisis de los mercados se propagó de país en país durante 1997-98. En momentos de pánico, no es difícil encontrar gente que se comporte más racionalmente que los mercados.

Sin embargo, el verdadero problema aparece cuando reina la calma. Ello puede demostrarse suponiendo que el regulador de los flujos de capitales financieros internacionales hubiera estado de hecho trabajando en 1995-96. Este regulador habría tenido la obligación, dado lo que ahora sabemos, de haber impedido el flujo de capitales hacia Malasia, Tailandia, Corea y los demás mercados emergentes con economías aparentemente saneadas. Uno puede imaginarse fácilmente la reacción de, por ejemplo, el Dr. Mahathir de Malasia ante este "imperialismo occidental". No está en absoluto claro que el regulador hubiera tenido, de hecho, una previsión perfecta, dada la, con frecuencia, inadecuada información estadística disponible, unida al débil régimen supervisor bancario imperante en la mayoría de estos países. No hay razón para creer que el regulador habría percibido la magnitud del problema subyacente mejor que los sofisticados bancos multinacionales.

Suponiendo, sin embargo, que se haya encontrado una entidad dotada de sabiduría sobrenatural, capaz de decidir lo más correcto respecto a la regulación de los flujos de capitales internacionales, surge la pregunta de cómo deberían regularse estos flujos. Entre las respuestas posibles se incluyen:

1. Tributación de los flujos de entrada a corto plazo (que se aplica, por ejemplo, en Chile).

2. Controles de los niveles pendientes de préstamos a corto plazo procedentes del extranjero por parte de los bancos comerciales.

3. Límites en el porcentaje del mercado de valores que puede ser de propiedad de extranjeros (como los que se establecieron en el pasado en Corea, por ejemplo).

Podrían sugerirse otros muchos enfoques, si bien esos tres se encuentran entre las alternativas más frecuentemente consideradas. La dificultad estriba en el hecho de que la experiencia de los últimos 50 años demuestra claramente que la existencia de controles dará lugar a actividades de los operadores del mercado destinadas a burlar esos controles y a obtener beneficios al hacerlo. Por ejemplo, si se impusiera un nivel sustancial de tributación a las entradas de flujos de capital a corto plazo, la respuesta del mercado sería inventar un instrumento aparentemente a largo plazo que en realidad lo sería a corto plazo. Un ejemplo que lo sugiere por sí solo es el del mercado de bonos municipales de EE.UU., en el que lo ordinario es emitir bonos a 30 años que pueden tener opciones de venta aplicables semanalmente. Una alternativa podría ser construir facilidades continuas por las que el banco extranjero presta durante dos años, por ejemplo, pero a cambio se le concede la facilidad de prestarse a su vez los fondos a corto plazo con un vencimiento que se ajuste al vencimiento pendiente del préstamo original. Del mismo modo, podría concebirse un cierto número de estructuras de derivados de crédito para transformar un préstamo que aparentemente es a largo plazo en un instrumento a corto plazo.

En lo que respecta a la propuesta de controlar los niveles pendientes de préstamos a corto plazo procedentes del extranjero por parte de los bancos comerciales (que sin duda desempeñaron un importante papel en la crisis asiática), también sería una medida fácil de eludir. El método más simple sería crear un fondo de mercado monetario que emitiera papel comercial para inversores extranjeros. Los ingresos obtenidos se asignarían entonces en préstamo al banco comercial, que parecería recibir préstamos nacionales a corto plazo y no préstamos extranjeros. Si se lograra controlar estos fondos de mercado monetario, podrían encontrarse otras alternativas, como encaminar la financiación a través de empresas no bancarias.

La tercera alternativa –limitar el porcentaje del mercado nacional de valores que puede estar en manos de extranjeros, como se hizo durante varios años en Corea– sería también muy fácil de sortear (como lo

fue de hecho en el caso de Corea). Los bonos internacionales cuyo valor de rescate estaba vinculado al rendimiento de la Bolsa de Valores de Corea, o los *warrants* cuyo rendimiento estaba ligado al de acciones individuales de capital coreano, han constituido un lugar común en las finanzas internacionales. Si bien es cierto que no se producen flujos directos de capitales transfronterizos cuando los bancos internacionales de inversión dan cobertura a sus riesgos con bancos coreanos, que a su vez cubren sus riesgos en la Bolsa nacional de valores, el efecto de shock es potencialmente el mismo.

Existen muchos otros posibles regímenes de control que podrían aplicarse a los flujos de capitales internacionales, y existen inevitablemente otros tantos métodos para burlar a un régimen determinado. Tal vez lo dicho baste para recalcar que siempre que pueda conseguirse una ventaja económica inventando un método para sortear una determinada serie de controles, los mercados financieros internacionales inevitablemente procurarán hacerlo. Este principio se sostiene en la evidencia de lo acaecido en los últimos 50 años, desde el “agujero de Kuwait” en el área de la libra esterlina, hasta la creación del mercado de Eurobonos como respuesta al Impuesto de Igualación de intereses de EE.UU., la negociación *offshore* en “rands financieros”, la respuesta de los inversores al impuesto alemán de retención en origen a comienzos de la década de 1990, y otros muchos ejemplos en los que los mercados financieros han ideado respuestas para los intentos de los gobiernos de imponer una determinada pauta de conducta.

Si bien las actividades de este tipo pueden resultar frustrantes para quienes creen que saben mejor que los mercados cómo deberían regularse los asuntos financieros mundiales, muchos sostendrían –como de hecho creen los autores del presente documento– que dicha flexibilidad es, en realidad, una respuesta saludable. En su conjunto, los intentos de imponer controles en la dirección de los flujos de capitales internacionales no sólo están condenados al fracaso, sino que es probable que sean intrínsecamente indeseables.

Como ya se ha mencionado, esta área plantea problemas concretos que no pueden analizarse aquí en profundidad. Sin embargo, para los fines de este informe, deseamos desarrollar los siguientes comentarios a modo de resumen:

1. La mayor parte de las autoridades competentes –los principales gobiernos, el Banco Internacional de Pagos (BIS) y el Fondo Monetario Internacional– pa-

recentes haber llegado a la conclusión de que los actuales marcos de referencia para la supervisión multilateral aportan las armas suficientes para resolver las crisis internacionales de esta naturaleza. El remedio clave a aplicar en el futuro parece ser la posesión de información precisa y adecuada de los flujos financieros, tanto públicos como privados, en países vulnerables. Es mucho lo que están haciendo en esta área el BIS y el FMI, entre otros.

2. Es propio de la naturaleza intrínseca de un mundo dominado por los flujos de capital privado que de vez en cuando se produzcan movimientos de pánico. Es lo que ha ocurrido en mercados nacionales –el *crash* de 1987 es un ejemplo clásico de ello– y es inevitable que ocurra periódicamente en el contexto de los movimientos transfronterizos. Si bien es cierto que la rapidez del contagio de la crisis asiática de 1997-98 y las consecuencias del incumplimiento de pagos por parte de Rusia fueron alarmantes por su velocidad, se ha producido en cambio un ajuste sumamente rápido en algunos países.

3. En lo que concierne específicamente a los mercados europeos de capitales, se cumplen por lo general las condiciones de transparencia de la información, las estructuras financieras son, en líneas generales, mucho más sanas que en la mayoría de los países emergentes, y el tamaño mismo del mercado del euro induce a creer que las conmociones monetarias –del tipo de las que causaron graves dificultades financieras en Tailandia y en Indonesia, por ejemplo– son mucho menos probables.

4. En estas circunstancias, parecería ciertamente que no existen razones para sugerir la creación de algún nuevo organismo que se haga responsable del control de los flujos de capital que entran y salen del área del euro; las estructuras actuales parecen ser las adecuadas para garantizar una estabilidad financiera razonable. Asimismo, la idea de algún nuevo “regulador financiero internacional”, que desempeñara una función paralela a escala global, parece desacertada.

CONCLUSIONES

Pautas más probables de desarrollo de los mercados europeos de capitales en el marco de la Unión Monetaria Europea

Como podrá apreciarse, este informe ha cubierto una serie de temas que están interconectados de

múltiples y complejas maneras. En este resumen procuraremos reunir algunas conclusiones clave, entendiendo también que hay muchas sutilezas y complejidades que deben dejarse de lado. Centramos nuestra atención en tres temas:

1. La configuración total del desarrollo de los mercados de capitales en el área del euro

Creemos que el llamado “modelo americano” constituye un resultado probable de los acontecimientos que están teniendo lugar actualmente. El papel de la banca en la financiación de empresas es probable que vaya declinando respecto al papel de los mercados de valores. Sin embargo, por las razones aducidas anteriormente, creemos que es probable que este proceso sea lento. Las pautas actuales de conducta en el sistema bancario tendrán continuidad en las instituciones, como los bancos de propiedad pública y las organizaciones mutuales, que están relativamente bien resguardadas frente al mercado. Del mismo modo, en lo que respecta al papel de la inversión institucional, creemos que el crecimiento de fondos independientes de pensiones será también relativamente lento. En Francia, por motivos políticos, no parece haber perspectivas inmediatas de un movimiento que estimule los fondos empresariales de pensiones; asimismo, en Alemania, si bien se han llevado adelante las propuestas del gobierno, el grado de oposición política a la contribución obligatoria a fondos independientes de pensiones parece probable que ponga freno a los avances. En cualquier caso, Alemania tiene ya en marcha programas importantes de pensiones mediante los *Spezialfonds* y las compañías aseguradoras, y lo más probable es que estas entidades ejerzan una fuerte presión política para conseguir nuevas concesiones para el sistema actual en lugar de ir a una reforma a gran escala. En Italia, si bien se ha hecho algún progreso, la magnitud del desafío a las finanzas públicas es tal que el gobierno se ve urgido por todas partes para llevar a cabo reformas más drásticas; y, sin embargo, la determinación absoluta de los sindicatos de resistirse a ellas es presagio de males para el progreso.

Es en el sector de los fondos de inversión donde está teniendo lugar un rápido desarrollo. Se espera que siga adelante y que en Europa, en un futuro inmediato previsible, los fondos de inversión se conviertan en la fuente identificable más importante de entradas de flujos de efectivo en los mercados de valores. Por el contrario, en la mayoría de los países europeos, el sector del seguro de vida parece estar luchando para adaptarse al nuevo ambiente. Sus productos tradicionales se parecen mucho más a la renta fija que a las

inversiones en títulos de capital, y se percibe una clara necesidad de que las empresas de seguros de vida construyan "registros de gestión" como gestores de inversiones en los mercados de valores.

2. La estructura de los mercados europeos de capitales: concentración y cooperación

Basándonos en los argumentos arriba apuntados, creemos que no es muy probable que en un futuro cercano (3-5 años) podamos ver un único marco integrado de las bolsas de valores europeas en forma de alianza paneuropea. Los problemas son demasiado complejos, y demasiado profundos los celos y las tensiones entre miembros potencialmente competitores. Además, la pauta de las alianzas que se desarrollan en los mercados de derivados y en las cámaras de compensación y liquidación está agrupando a diferentes conjuntos de asociados. Por otra parte, los rápidos desarrollos en tecnología implican que es muy posible que un sistema de negociación alternativo, Tradepoint por ejemplo, pudiera utilizarse para aventajar a las estructuras actuales. Es posible, por otra parte, que sea precisamente esta amenaza la que sea capaz de reunir la alianza paneuropea con mayor rapidez, forzando un marco conjunto rápido, fuerte y bien dispuesto.

La limitación real, por lo menos en el campo de los mercados de acciones, es probable que provenga del marco legal y reglamentario que ha de aplicarse a un mercado paneuropeo. La verdadera armonización de los innumerables aspectos de la negociación de valores, incluyendo normas como las de operación en un contexto de absorciones o adquisiciones, los procedimientos de oferta en las adquisiciones, la utilización de derivados de valores, y muchas otras complicaciones, requerirán probablemente la modificación de muchas normativas en los países anfitriones del área del euro. Surgirá, además, la polémica cuestión de si una única Bolsa paneuropea debería ser supervisada por uno o más reguladores nacionales "anfitriones", o por el equivalente europeo a la SEC estadounidense. Se tardará años, no meses, en resolver estos asuntos.

Ante estas complicaciones, con la mayor de las precauciones nos aventuramos a hacer algunas predicciones. Por tanto, con el fin de dar cobertura a nuestras apuestas, presentamos una serie de probabilidades:

En un plazo de 3-5 años:

- 1) Alianza paneuropea en pleno funcionamiento: 5-10 por 100

2) La Alianza paneuropea logra un sistema frontal integrado de negociación, si bien la compensación y la liquidación aún no estarán integradas: 10-15 por 100.

3) Pequeños núcleos centrales de bolsas (iX/Euronext), operando de manera estrechamente armonizada, con otras bolsas esforzándose todavía por lograr su integración, y Tradepoint alcanzando un volumen razonable: 20-25 por 100.

4) Dos grupos de bolsas agrupadas en torno a iX y Euronext, respectivamente, con dos grupos de compensación y de liquidación reunidos en torno a Euro-clear y Clearstream: 25-30 por 100.

5) "Invasión de los secuestradores de cuerpos": el rápido desarrollo de sistemas de negociación alternativos, incluyendo Tradepoint, Archipelago, EASDAQ, hacen que las bolsas actuales queden obsoletas: 10-15 por 100.

6) Ningún avance en absoluto: 0-5 por 100.

Para el largo plazo, tal vez sea más fácil predecir los resultados finales, aunque sea mucho más difícil predecir el camino a seguir para lograrlos. Podemos dar casi por seguro que dentro de una década existirá alguna forma de marco único integrado mediante el cual los inversores podrán negociar acciones en el área del euro, probablemente a través de un enlace con la Bolsa de valores del país del inversor, que estará conectada a un organismo paneuropeo. Sin embargo, es perfectamente posible que al lado de esta red, del mismo modo que NASDAQ opera al lado de la Bolsa de valores de Nueva York, pudiera haber una red alternativa, construida posiblemente en torno a EASDAQ en alianza con Tradepoint. Podría así contarse con una red secundaria para operación en compañías de alta tecnología, probablemente vinculadas con su equivalente en EE.UU. Podría utilizarse también para la negociación en toda Europa de transacciones de gran volumen por parte de los inversores institucionales a un coste muy bajo si Instinet e instituciones similares no lograran persuadir a la alianza paneuropea para que creara una marco de operación que les resultara satisfactorio.

3. Implicaciones para España

Los comentarios anteriores sobre la alianza del mercado de valores paneuropeo, los diferentes modelos de alianzas entre bolsas de derivados, y los múltiples enlaces posibles entre los diferentes sistemas subyacentes de compensación y liquidación, constituyen una prueba palpable de la confusión exis-

tente en el mercado para operaciones de valores en euros. Encajar al mercado español en esta pauta es, por tanto, doblemente difícil. Para el observador externo surgen dos cuestiones.

La primera es que, si se logra la alianza paneuropea de mercados de valores, el listado propuesto de negociación de las 300 mejores acciones europeas se convertirá en el principal campo de acción para los inversores internacionales. Si éste fuera el caso, se vería aparecer probablemente una estructura de liquidez de dos niveles, con la liquidez relativamente restringida de los títulos nacionales españoles excluidos de los 300 mejores. Este fenómeno ya se ha comprobado en líneas generales en muchos mercados durante los últimos años, con un enfoque directo a las acciones llamadas "mega" a costa de las acciones secundarias.

Como ya se indicó anteriormente, existen razones para poner en duda si, o cuán rápidamente, una alianza paneuropea de bolsas puede ponerse en marcha. Si fracasa, todavía podría esperarse ver alguna concentración de actividad de negociación internacional en acciones clave seleccionadas, con menor liquidez en las acciones secundarias, pero ello formaría parte de la tendencia general de los inversores internacionales a centrarse en los llamados *blue chips*. En cuanto tal, representaría simplemente la continuación de las prácticas actuales.

La segunda cuestión que aparece es, por tanto, la probable consecuencia para el mercado español del fracaso de la alianza paneuropea. En estas circunstancias, pueden identificarse tres conjuntos de participantes que desempeñarán un papel crucial en la determinación del resultado. El primer grupo es, por supuesto, el de los inversores nacionales españoles. Podemos dividirlos en inversores individuales minoristas, y en inversores institucionales, principalmente los fondos de inversión. No parece probable que los primeros impulsen el cambio: la costumbre estadounidense de "negociar al día" por internet no es probable que se implante rápidamente en España. En cuanto a los segundos, como sus iguales en otros países, es de esperar que ejerzan presión para desarrollar una negociación más barata y más eficiente dentro de España, y para establecer enlaces más eficientes y flexibles en el plano internacional. Es probable que operen estrechamente relacionados con el segundo grupo, el de los inversores internacionales que participan en el mercado español, incluyendo las empresas extranjeras de corretaje. Con todo, el elemento impulsor clave para el cambio podría muy bien ser el tercer grupo, el de las nuevas redes. Si la alianza pa-

neuropea se retrasase mucho o fracasara, Tradepoint o Tradepoint/EASDAQ, o Archipelago podrían perfectamente empezar a crear un marco paneuropeo que incluiría un enlace en España. Tanto EASDAQ como Tradepoint cuentan ya con la autorización en virtud de la Directiva sobre Servicios de Inversión y, por tanto, podrían ofrecer sus servicios al mercado español. Archipelago, vinculada a través de tenencias con Instinet y Tradepoint, así como con empresas internacionales clave, tales como Goldman Sachs, estaría también en buena posición si, como se ha planeado, logra ser reconocido como Bolsa en EE.UU. Su reconocimiento en Europa tomaría evidentemente más tiempo, pero la entidad resultante podría plantear un desafío poderoso.

En resumen, el actual estado de cosas es sumamente fluido. Es algo así como una carrera contra el tiempo para las bolsas actuales frente a los nuevos desafíos impulsados por la tecnología. El papel del mercado español en este entorno dependerá, en gran medida, de la manera en que vaya desarrollándose una pauta más amplia. Los acontecimientos sobrevenidos durante los doce últimos meses sugieren que lo más probable es que el mercado español se convierta en parte de la Bolsa fusionada iX en caso de salir airosa; pero en la presente etapa no está ni mucho menos claro que iX logre ponerse en marcha.

NOTAS

(1) Banco Internacional de Pagos, 68 *Informe Anual 1998*, pág. 97.

(2) Banco Internacional de Pagos, 68 *Informe Anual 1998*, pág. 90.

(3) Presentación de Rafik Fischer en la Asamblea General de Miembros de la FEFSI, celebrada el 23 de septiembre de 1999 en Bruselas.

(4) Rafik Fisher, *loc. cit.*

(5) Fisher, *loc. cit.*

(6) La llegada del euro, y la consiguiente caída de los tipos de interés españoles, ha hecho que disminuya su atractivo. Ello ha llevado, a su vez, a propuestas que les permitan invertir hasta un 20 por 100 de sus activos en acciones y en renta fija privada.

(7) "An International Comparison of Generational Accounts", Documento de trabajo NBER, 6447, marzo de 1998.

(8) "Beyond the Toledo Agreement: The intergenerational impact of the Spanish pension reform", Holger BONÍN, Joan GIL, Concepció PATXOT. *Estudios sobre la economía española*, Fundación de Estudios de Economía Aplicada, Madrid, 1999.

(9) Fuente: *French insurance in 1996*, publicado por la Fédération Française des Sociétés d'Assurance.

(10) Un factor reafirmante durante los primeros años noventa fue la notable debilidad de los principales bancos estadounidenses por serias pérdidas en su cartera de préstamos, principalmente en bie-

nes inmuebles. Aumentaron con ello los costes de dotación de fondos y estimularon la competitividad de los mercados de valores; el declive en 1994 es probable que se debiera en parte al impacto que causó en los mercados de valores el endurecimiento de la Reserva Federal, que comenzó en febrero de 1994.

(11) Si bien estas objeciones fueron menos obviamente señaladas que en el caso portugués, los informes de la prensa –y la evidente falta de disposición de los bancos extranjeros a involucrarse en la oferta pública de adquisición– sugieren claramente que las autoridades francesas no estaban dispuestas a tolerar la compra de un gran banco francés por parte de un banco extranjero.

(12) Como ha comentado el BIS: “La creación de una moneda única ha acrecentado más la dificultad de distinguir entre la emisión nacional y la extraterritorial. Ello se hizo patente en la reciente confusión sobre el tamaño y la composición del mercado internacional, cuando algunas bases de datos comerciales, por ejemplo, incorporaron a sus datos temas europeos que han sido considerados tradicionalmente como nacionales (como el de los valores Pfandbrief)... Una comparación adecuada de la actividad en los segmentos del euro y del dólar del mercado internacional requerirá el desarrollo de un marco estadístico y analítico que sea coherente.”, *International Banking and Financial Market Developments*, BIS, junio de 1999, páginas 16-17.

(13) “Unlocking winning strategies to save small business: Banking the American dream”, Figura 23, pág. 58, Bank Administration Institute y McKinsey & Company, 1997.

(14) Si bien esto ya comienza a suceder, como puede verse en el caso de la creación de E-Cross, una “red cruzada” paneuropea de propiedad de los principales inversores institucionales.

(15) Órdenes de compra o venta de un valor a un precio preestablecido, a diferencia del precio de mercado.

(16) La filial de Reuters, Instinet; JP Morgan y Morgan Stanley; la sociedad de inversiónmobiliaria American Century, y Archipelago.

(17) Podría añadirse una cuarta alternativa basada en la propuesta del Sistema Escandinavo de Liquidación de Valores (S4), conforme al cual los DCV nacionales mantienen su función de depositarios, pero crean un sistema combinado de liquidación. Sin embargo, parece ser un competidor con menores probabilidades en el mercado europeo como un todo en las circunstancias actuales, de modo que ya no será objeto de más comentarios en este punto.

(18) Las empresas implicadas fueron ABN Amro, Banque Bruxelles Lambert, Barclays Bank, Chase Manhattan, Citigroup, Crédit Suisse Group, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC Holdings, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Nomura y UBS.

(19) Banco Internacional de Pagos, *68 Informe anual*, pág. 8.

(20) Banco Internacional de Pagos, *68 Informe Anual 1998*, pág. 86.

(21) Banco Internacional de Pagos, *68 Informe Anual 1998*, pág. 93.



El futuro de los mercados bursátiles europeos

M^a Nieves García Santos (*)

I. INTRODUCCIÓN: EL PANORAMA EUROPEO DEL MERCADO DE VALORES

El panorama bursátil se encuentra atravesando una etapa de reestructuración desde hace unos años, pero desde 1998 los cambios en los mercados europeos se han acelerado, e incluso se han convertido en una fuente de polémica. Así, en la región europea han tenido lugar alianzas y acuerdos entre distintos mercados dentro del mismo país y entre mercados del mismo producto entre diversos países. Como ejemplo de la primera situación, se puede considerar la reestructuración que han llevado a cabo los mercados alemanes o los mercados franceses. Por ejemplo, en el caso francés, en 1998 se integraron la sociedad de bolsas francesa, el mercado de derivados Matif, el mercado monetario Monep y el Nouveau Marché (y también sus cuerpos de liquidación) y en 1999 se creó la sociedad *holding* París Bourse, que se encarga de la negociación de valores, y que tiene como subsidiarias a Clearnet, sociedad encargada de compensación de valores y Atos-Euronext que se dedica a desarrollos tecnológicos. En el caso de Alemania, la formación de la sociedad *holding* Deutsche Börse se remonta a 1993. En ella se integran la Bolsa de Francfort, el mercado de futuros, la sociedad de compensación y la sociedad que se dedica a los sistemas informáticos. La Deutsche Börse comenzó a aceptar miembros remotos en 1996. En el año 2000 ha creado la sociedad Clearstream, con clara vocación europea, dedicada a la compensación y liquidación de valores.

Se han producido también alianzas entre mercados de productos derivados (Eurex) o entre los nuevos mercados (mercados diseñados para albergar empresas de tecnología o de nueva economía), como ha sido el caso de Euro.NM. También se han producido alianzas entre mercados de acciones o bolsas, como ha sido el caso de las bolsas nórdicas, que han formado Norex.

Los proyectos más significativos están aún abiertos. Éstos son, por un lado, las posibles alianzas de los mercados mayores europeos, que involucrarían a las bolsas del Reino Unido, Francia y Alemania, y, por otro lado, las alianzas o la fusión de los sistemas de compensación y liquidación de valores.

Los intentos de formar una Bolsa de acciones pan-europea es difícil que prosperen, y su futuro es aún incierto. Han existido numerosas iniciativas para formar una plataforma europea, con distinto alcance cada una (1). Sin embargo, el anuncio, en julio de 1998, de las bolsas de Londres y Francfort de su intención de crear un mercado para las 300 principales empresas abrió la conciencia de que los mercados europeos podían unirse. Ese intento también puso de manifiesto las dificultades de dicha unión, especialmente la importancia de la sensibilidad nacional, aunque los mercados pudieran haber pasado a ser entidades de derecho privado.

En septiembre de ese año se unieron al proyecto las principales bolsas europeas, formando una alianza entre ocho países: Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suiza. El proyecto suponía crear un sistema interconectado de negociación, en el cual la asignación de los derechos económicos se realizaría por el origen de los títulos. A pesar de que no se ha anunciado oficialmente, dicho acuerdo se ha desvanecido.

Quizá como respuesta a la falta de avance en este proyecto, un año y medio después de ese anuncio se conoció un nuevo proyecto, la creación del mercado Euronext. Este mercado nacería como una compañía holandesa (Euronext NV), mediante la fusión de los mercados de París, Amsterdam y Bruselas, que se repartirían la nueva sociedad en una proporción del 60, 32 y 8 por 100 respectivamente. El anuncio se realizó en marzo del año 2000, con el propósito de cerrarse

en el cuarto trimestre de 2000 y de llevar a cabo la integración técnica durante el primer trimestre de 2001. La nueva compañía ha visto la luz el día 22 de septiembre.

El proyecto Euronext es el único vigente en la actualidad. Sin embargo, durante el verano de 2000 se planteó la posibilidad del nacimiento de otro mercado pan-europeo, el mercado iX. La creación de este mercado fue anunciada en mayo de 2000, y en julio se difundió el plan con las líneas principales del proyecto. El nuevo mercado suponía la fusión de la bolsa de Londres y la Deustche Börse –al 50 por 100 cada una (2)– para la constitución de la nueva sociedad. La nueva empresa tendría su sede en Londres, y gestionaría cinco mercados: dos de nueva constitución, al localizar toda la negociación de las grandes empresas en Londres y toda la negociación de las empresas de nueva tecnología en Francfort, y los otros tres por la permanencia de la Bolsa de Londres y la de Francfort para las empresas que no encajaran en ninguna de esas dos categorías principales, y por la permanencia del mercado británico AIM para PYME. El calendario anunciado establecía la fecha para la aprobación de los proyectos por el accionariado de ambas bolsas constituyentes el 14 de septiembre, para proceder a llevar a cabo la fusión en diciembre y poder empezar a ser operativo en diciembre del año 2001.

Sin embargo, muy pronto, el proyecto se vio perturbado por el lanzamiento de una OPA de la empresa sueca OM sobre la Bolsa de Londres. La primera reacción fue de sorpresa. La Bolsa de Londres había modificado su *status* de empresa mutualista y cotizaba desde julio de este año. Bolsas de otros países también habían pasado el proceso de desmutualización y algunas también cotizaban públicamente. Sin embargo la posibilidad que esto abría a un cambio en el control de la empresa bursátil no se había considerado. Aun cuando las acciones de la Bolsa de Londres habían mostrado una cierta pérdida de valor desde su salida al mercado, la OPA empujó al alza su precio. Una segunda reacción fue el rechazo casi conceptual

a que una Bolsa de elevada y reconocida reputación, como la de Londres, pudiera ser comprada por una empresa cuyo origen era la tecnología, aunque recientemente se había hecho con el control sobre algunas bolsas nórdicas. La tercera reacción fue considerar que el acuerdo establecido con la Deustche Börse para formar iX infravaloraba la Bolsa de Londres. El resultado ha sido, primero, la ruptura del acuerdo para formar iX y, en segundo lugar, el rechazo de los accionistas de la Bolsa de Londres de la oferta hecha por OM.

El futuro de los mercados bursátiles europeos está por definir. La actividad bursátil es cada vez más dinámica en Europa, con tasas de crecimiento anuales del 30 por 100 en los últimos años. Aunque el tamaño del mercado de renta fija es pequeño, la actividad en este mercado también muestra una fuerte aceleración recientemente. El tamaño de los mercados de valores, y en especial del bursátil, es aún menor que en el caso de Estados Unidos, pero las diferencias se van acortando cada vez más rápidamente (cuadro núm. 1).

Sin embargo la constitución de un mercado financiero integrado europeo aún dista de ser realidad. Los mercados monetarios y los de deuda pública muestran una significativa convergencia en rentabilidad, resultado de la política monetaria única del Banco Central Europeo. En el caso de los mercados de renta variable, también es cierto que la correlación entre los distintos mercados ha aumentado. En Europa, las decisiones de inversión y de emisión se están haciendo gradualmente más transfronterizas, pero la actividad sigue teniendo un sesgo doméstico. La permanencia de numerosas bolsas nacionales, aparte de distintas regulaciones, suponen obstáculos (y costes) para la actividad transfronteriza. La Directiva de Servicios de Inversión de la Unión Europea (Directiva 93/22/CEE) dio carta blanca a la prestación de servicios transfronterizos en cualquier país de la Unión Europea por las empresas de servicios de inversión que hubieran obtenido la autorización para operar en uno de los países. Asimismo, se abrió la posibilidad de que las bolsas de

**CUADRO NÚM. 1
MERCADOS FINANCIEROS**

PORCENTAJE SOBRE PIB, 1999	ZONA EURO	ESTADOS UNIDOS
Créditos bancarios a empresas	45,2	12,4
Activos de renta fija	98,8	166,2
– emitidos por empresas	7,4	29,0
– emitidos por instituciones financieras	36,4	46,8
– emitidos por sector público	54,9	48,4
Capitalización bursátil	90,2	179,8

Fuente, BANCO CENTRAL EUROPEO, Boletín mensual.

valores tuvieran miembros remotos. Algunas bolsas han ampliado sus miembros con la presencia remota de intermediarios de otros países (cuadro A.4), pero no ha sido una facilidad aprovechada con generalidad por todas las bolsas, con la excepción de Alemania, Luxemburgo, Amsterdam y Estocolmo.

El desarrollo de un mercado de valores integrado en Europa necesita una consolidación de las bolsas o de los mercados organizados. La comparación entre el número de mercados existente en Europa y en Estados Unidos resulta ilustrativa: mientras que en Estados Unidos existen nueve bolsas de valores, ocho mercados de productos de derivados y dos depositarios, en Europa las bolsas ascienden a 21 (sin contar ocho del segmento de "nuevos mercados"), los mercados de derivados a 14, y las entidades de servicios de depósito, compensación y liquidación llegan a 24 de ámbito nacional, más las internacionales Euroclear y Cedel. Una relación de los diferentes mercados se ofrece en el cuadro A.1. El número de empresas cotizadas en los países de la zona-euro de la Unión Europea asciende a 4.416 (8.111 en toda la Unión Europea), y la capitalización bursátil asciende a 90 por 100 del PIB, mientras que en Estados Unidos el número de empresas cotizadas es de unas 8.500 y la capitalización representa el 180 por 100 del PIB (ver cuadro A.2). Estas cifras señalan la incongruencia del mosaico de mercados europeos.

Muchos de los mercados europeos han ido estableciendo acuerdos y formando alianzas. El cuadro A.6 recoge los acuerdos y alianzas que se han formado en los últimos dos años. Los acuerdos que parecen estar funcionando de forma efectiva son los referidos a los mercados de derivados, en parte porque las decisiones sobre los productos que se negocian dependen de las propias bolsas y es fácil estandarizarlos. También es destacable la alianza entre las bolsas nórdicas, que ha podido encontrar un terreno más fácil debido a la identidad regional y, en una menor diferencia, en las normas que es preciso armonizar. Como se ha mencionado, el proyecto más difícil es el que involucra a los principales mercados de la Unión Europea.

La unificación de los mercados bursátiles en Europa se enfrenta a varios problemas de gran calado, y por tanto cualquier decisión exige diversos compromisos.¹ Un aspecto crucial se refiere a la normativa sobre valores, que adolece de dos defectos: la excesiva lentitud en el proceso de desarrollo de la normativa comunitaria y las diferencias entre las distintas jurisdicciones a la hora de transponerla o de aplicarla. Para acelerar el proceso de construcción de un mercado de servicios financieros integrado, la Comisión

Europea planteó un Plan de Acción de Servicios Financieros, que se aceptó por los jefes de Estado de los países integrantes en el Consejo Europeo de Lisboa, en marzo de 2000. Adicionalmente, los ministros de economía y finanzas han impulsado la creación de un Comité de Sabios con el fin de que evalúen la situación en la que se encuentra la aplicación de la regulación de los mercados de valores y propongan mecanismos de regulación que sean adecuados para un sector tan dinámico como son los mercados de valores. Este Comité ha publicado un informe preliminar en noviembre de 2000 (ver anexo II.6.).

Un segundo aspecto de gran importancia en la posible unificación de los mercados de valores se refiere al carácter institucional de las bolsas. En algunos casos, las bolsas son entidades de derecho público, pero, aunque sean entidades privadas, las decisiones que pueden tomar muchas veces requieren de la opinión favorable del poder político. Las principales bolsas de cada país se encuentran dentro de las instituciones representativas de sistema financiero, y no es bien recibida la idea de que las bolsas puedan perder su carácter nacional. Esto ha hecho que los acuerdos entre bolsas requieran de un acuerdo político paralelo, que es necesario además para que haya una armonización de la normativa de valores en los países implicados.

La unificación entre las principales bolsas europeas parece pues un proceso que discurrirá lentamente. Sin embargo, la realidad puede ir por delante. Los inversores internacionales, especialmente los grandes fondos de inversión, están invirtiendo en las grandes compañías europeas, incluyendo en su cartera empresas de distintos países. Esta tendencia ya ha conducido a la creación de índices bursátiles pan-europeos (cuadro A.5), cuya evolución es seguida por numerosos inversores (3). La percepción de que existe una demanda insatisfecha de una unificación bursátil a escala europea, que facilite la inversión en un conjunto de empresas de distinta nacionalidad, puede ser un factor de estímulo para la aparición de ATS. Los ATS o ECN (4) son entidades que, constituidas como mercados organizados de valores o como brokers, han establecido procedimientos reglados o automáticos de conexión de órdenes de signo diferente, o incluso de su ejecución y cruce. Estas entidades se han desarrollado durante la segunda mitad de los años noventa en Estados Unidos, llegando a capturar un porcentaje no desdeñable de la negociación de los valores cotizados en el NASDAQ y, recientemente, de la Bolsa de Nueva York. En Europa estas entidades son un fenómeno más reciente, aunque ya existen algunas, especialmente en el Reino Unido (dieciséis en-

tidades) o Alemania (seis); además, Francia, Bélgica y Holanda han autorizado una cada uno. Estos sistemas pueden ofrecer distintos servicios, aparte de tener diferentes características cada uno, y una de las posibilidades que puede desarrollarse es que ofrezcan acceso a la negociación de valores que estén cotizando en mercados de diferentes países.

La posibilidad de que si no se forma una Bolsa pan-europea puedan desarrollarse más estas entidades que ofrecen sistemas alternativos de negociación ha planteado la cuestión de si existe una correspondencia entre un mercado eficiente y líquido y la concentración de la negociación en una única localización o Bolsa. Esta polémica ya existe en Estados Unidos, donde la concesión por parte del organismo regulador del *status* de mercado a los ATS se ha criticado por su posible consecuencia en términos de fragmentación del mercado.

En este artículo se ofrecen unas reflexiones sobre los cambios que actualmente se están produciendo en el negocio bursátil, que se entienden mejor si se consideran las bolsas como empresas en lugar de cómo instituciones nacionales. En el apartado III se analizan los retos que las bolsas tienen planteados al enfrentarse a una competencia creciente procedente de distintas entidades. El apartado IV se dedica a la relación que puede existir entre la liquidez y la fragmentación de la negociación, así como al papel de la difusión de la información como factor integrador de los mercados. Los apartados V y VI contienen un análisis de la tendencia de la negociación de valores a concentrarse y de las posibilidades de cooperación o fusión que pueden plantearse las bolsas. En el apartado VII, se analiza la posible influencia de las estructuras de gobierno de las bolsas a la hora de planear su actividad con un enfoque más empresarial. En el último apartado, se especula sobre los factores que contribuirán a definir el espacio bursátil europeo.

II. EL NEGOCIO BURSÁTIL. LA INDUSTRIA DE SERVICIOS FINANCIEROS. LAS DISTINTAS ÁREAS DEL NEGOCIO BURSÁTIL

La primera cuestión que es preciso resolver antes de plantear el futuro europeo de las bolsas de valores es precisamente qué se entiende por este término. Di Noia (1998b) afirma que una Bolsa se puede identificar con un mercado, con una empresa o con un intermediario de valores.

El enfoque más tradicional ha considerado las

bolsas como mercados organizados y centralizados, término que supone una confluencia de las órdenes de compra y venta de valores, y unas normas y procedimientos para llevar a cabo la negociación. En este mismo sentido se pronuncia Domowitz (1998) cuando establece que una Bolsa es un mecanismo de negociación que proporciona facilidades de ejecución de órdenes, interviene en el proceso de formación de precios y proporciona información sobre los mismos.

En Europa, la Directiva de Servicios de Inversión (Directiva 93/22/CEE del Consejo) también identifica las bolsas con los mercados regulados y considera que un "mercado regulado" es un mercado de instrumentos financieros, de funcionamiento regular, que está incluido en una lista determinada por el Estado miembro donde está radicado, cuyas condiciones de funcionamiento y su acceso (así como de admisión a negociación) están también definidos o aprobados por los estados miembros y cumplen condiciones de información y transparencia. Posteriormente, FESCO (5) ha publicado un documento que recoge los estándares que los mercados regulados deberían cumplir con el fin de garantizar su nivel homogéneo de funcionamiento y sus características en todos los países europeos.

El punto de vista que considera a las bolsas como intermediarios de valores se centra en la actividad de negociación realizada por aquéllas. Tanto las bolsas como los intermediarios de valores reciben órdenes de compra y venta, y las intermedian.

Esta identificación de las bolsas con intermediarios de valores también puede verse en el sentido opuesto: los intermediarios de valores pueden proporcionar servicios bursátiles. En la última década han aparecido, especialmente en Estados Unidos, pero recientemente también en Europa, ATS, intermediarios que se han especializado en servicios de negociación y se han constituido en alternativas a las bolsas tradicionales. Su desarrollo ha impulsado un cambio en la regulación de las bolsas en muchos países. El organismo regulador de los mercados de valores norteamericano (Securities Exchange Commission, SEC) define estos nuevos sistemas alternativos de negociación como "lugares de mercado o facilidades para conectar compradores y vendedores de valores o para llevar a cabo, en relación con los valores, las funciones habitualmente realizadas por las bolsas de valores". Estos sistemas pueden registrarse en la SEC como bolsas o como intermediarios de valores, aunque se exige la inscripción como Bolsa si el volumen intermediado es importante. Los requisitos de solvencia y transparencia exigidos a las bolsas son más elevados que los exigidos a los ATS-brokers

debido a su influencia en la formación de los precios, a su mayor alcance a los inversores y, en el caso de haber algún problema, a su mayor incidencia sobre el sistema.

El cambio que se ha ido produciendo a lo largo de esta última década ha permitido perfilar la función económica de las bolsas, y así considerarlas empresas. Esta óptica requiere conocer el sector industrial en el que se enmarca su actividad, el producto que ofrecen y su función de producción.

a) El sector industrial

La consideración de las bolsas como empresas requiere, primeramente, la caracterización de la industria en la que se integran. La industria es el marco donde compiten las bolsas. Sin embargo, la globalización económica está modificando las fronteras del negocio financiero y haciéndolas cada vez menos claras. Las entidades que anteriormente se dedicaban al negocio crediticio están ampliando sus actividades a los valores y a los seguros. También se observa una tendencia a buscar la negociabilidad de parte del balance bancario, bien a través de vehículos de titulización, o bien mediante la creación de activos estructurados que empaquetan de forma conjunta créditos y los derivados pertinentes para la cobertura de su riesgo. Por otro lado, el panorama se complica más al observarse que coexisten desarrollos opuestos. Así, por ejemplo, por un lado, existe la tendencia de diseñar productos a la medida que se negocian fuera de mercado (u OTC) y, por otro lado, también aparecen entidades que están desarrollando cámaras de compensación y liquidación para productos OTC, precisamente.

Todo ello está llevando a que en el ámbito del mercado de valores cada vez participen entidades que previamente eran ajena a este negocio. Como se ha comentado, recientemente han pasado a ofrecerse servicios de negociación de valores por entidades que antes se dedicaban a la intermediación pura o, incluso, eran empresas ajena al ámbito financiero, como es el caso de las empresas de software informático o de los difusores de información.

La principal frontera que ha desaparecido en el negocio financiero, y que tiene consecuencias para la actividad bursátil, es la negociación de valores. La negociación se ha convertido en una actividad abierta, a la vez que el papel de las bolsas se ha hecho menos relacional (Macey y O'Hara, 1999). Las empresas emisoras ya no necesitan estar admitidas a negociación, o ser

negociadas de forma prioritaria en una Bolsa, porque existen otras entidades que les proporcionan los servicios que demandan. Se puede afirmar que la negociación ha pasado de ser un servicio producido por un proveedor especializado (bolsas) a ser una mercancía fácilmente comercializable (*commodity*). Este cambio está provocando también una modificación en la naturaleza de la actividad regulatoria. Así, los reguladores están pasando de vigilar y regular el comportamiento de entidades que eran monopolios en su actividad, a organizar el marco de la competencia y la promoción, en cierto sentido, de la soberanía nacional.

Este panorama señala que, en cuanto empresas, las bolsas compiten en el mercado con nuevas y diferentes entidades. Además, en el ámbito europeo, la Directiva de Servicios de Inversión permite la oferta transfronteriza de servicios a entidades que hayan recibido autorización en un Estado miembro, lo cual supone una apertura a la competencia en el mercado europeo.

b) El producto bursátil

Las bolsas, tradicionalmente, han ofrecido un panel de servicios empaquetados de forma conjunta. La decisión de un emisor de cotizar en una Bolsa determinada suponía aceptar una reglas de difusión de información, de contratación y de seguimiento de la actividad de mercado; acceder a la negociación que sobre sus valores realizaban sus miembros; utilizar los servicios de canalización de órdenes establecidos por las bolsas, así como los servicios de compensación y liquidación, etcétera (de amplitud diferente según cada Bolsa). La combinación de servicios en el producto ofrecido hacia que éste tuviera un carácter único.

Esto suponía que la competencia entre ellas se extendía a lo largo de una variedad de vectores de servicios y de clientes. Como consecuencia, las bolsas no competían entre sí porque ni servían a los mismos clientes ni el producto ofrecido era el mismo. Por otra parte, la clientela podría ser cautiva. La regulación podía dotar a las bolsas del privilegio del monopolio u oligopolio dentro de las fronteras nacionales. La entrada en el negocio bursátil tenía barreras legales, pero también industriales debido a la compleja naturaleza del producto que ofrecían. Así, aun en el caso de abolirse las barreras legales, no era fácil la entrada en el negocio.

Hay un factor adicional en la complejidad del producto, que es el elemento valorativo. Cuando las bolsas funcionan en monopolio u oligopolio bajo un

régimen de autorización administrativa, los servicios que ofrecen llevan implícita la concesión de un certificado de calidad porque, en alguna medida, llevan a cabo tareas regulatorias delegadas. Así, la admisión a cotización en una Bolsa suponía un aval a la fama o reputación de una empresa. También la negociación de los valores se beneficiaba de la garantía de que la Bolsa tenía unas reglas y efectuaba un seguimiento de las operaciones que impedían la manipulación del mercado u otros comportamientos abusivos.

Además del factor reputacional, las bolsas contaban con otro elemento que las dotaba de barreras de entrada en el negocio: la acumulación de participantes lograda en los años de explotación del negocio en régimen de exclusividad les permitía ofrecer un producto valioso, la liquidez.

Todos los servicios que formaban el bien ofrecido por las bolsas han pasado a ofrecerse de forma disgregada por diversas entidades. Aparte de los servicios de calificación de las empresas para su cotización, compensación, liquidación, desarrollo de soportes informáticos y negociación, también la emisión de certificados o avales de reputación pueden ser ofrecidos por otras entidades distintas de las bolsas. La dimensión del vector de servicios que permanece en las bolsas es la negociación de valores (o ejecución de órdenes), y en ella se centra la competencia actual.

Distintos tipos de entidades pueden ofrecer distintos mecanismos de negociación que se adapten a las necesidades y demanda de clientes diferentes. Pero el factor que determinará su éxito y garantizará su posición competitiva es que, junto a los servicios de negociación, haya una oferta de liquidez. Así, toda introducción de mejoras tecnológicas y toda búsqueda de un nicho de mercado ha de realizarse con el objetivo último de ofrecer liquidez.

c) La función de producción

Podemos analizar cuáles son los componentes del producto bursátil y cuáles los demandantes de éste. Como se ha dicho en el apartado anterior, el bien que produce las bolsas puede considerarse un producto compuesto por diversos elementos. La caracterización de las facetas que componen este producto compuesto es diferente según el autor que la haga. Por ejemplo, Padoa-Schioppa (1997) piensa que está formado por: 1) formación de precios; 2) información sobre la contrapartida; 3) garantía de una compensación y liquidación adecuada, y 4) estandarización del

bien negociado. Cybo Ottone (1997) considera como elementos: 1) la admisión a cotización; 2) la negociación, y 3) la liquidación. Di Noia (1998a) excluye la liquidación y considera que las bolsas producen una combinación de servicios de: 1) admisión a negociación, y 2) negociación. Macey y Kanda (1999), sin embargo, plantean que a las empresas que cotizan en el mercado se les ofrecen servicios como son la estandarización de contratos, la posibilidad de negociación, y la reputación.

Di Noia (1998a) deduce cuál es la demanda a la que se enfrentan las bolsas observando de dónde proceden sus ingresos. La principal partida la constituyen los ingresos por admisión a cotización, que son de entrada y un canon anual (32 por 100), seguidos por las tarifas de negociación (27,8 por 100). La tercera fuente de ingresos está constituida por el desarrollo de software y tecnología de información (19,5 por 100). Los ingresos por tarifas de difusión de información constituyen un 17,2 por 100, y los procedentes de servicios de liquidación, un 16 por 100.

Los demandantes directos y los usuarios finales pueden ser clasificados de la siguiente forma:

— Demandantes directos son aquellos que pagan por los servicios ofrecidos por las bolsas: emisores, miembros o intermediarios y difusores de información.

— Los usuarios finales son los inversores o los canalizadores de la inversión (intermediarios). También son usuarios finales los emisores que obtienen financiación a través de los mercados de valores. Mientras que éstos canalizan su propia demanda, los inversores finales, una vez que han decidido en qué valores colocar su ahorro (lo que determina la Bolsa a la cual acudir), sólo pueden elegir el intermediario a través del cual realizar su orden. Sin embargo, también podría caber la alternativa de que los inversores decidieran en primer lugar en qué mercado desean colocar su ahorro (basándose en su reputación), lo cual supone comprar de forma conjunta el paquete de servicios ofrecidos por esa Bolsa.

La clasificación de los usuarios finales proporciona una idea de la naturaleza de la competencia a la que se enfrentan las bolsas. Los inversores finales pueden desear acceder directamente a los servicios ofrecidos y, o bien las bolsas permiten su acceso directo, o bien surgirán mercados nuevos que sí lo permitan (ATS). Las bolsas pueden competir con éstos por la imagen de calidad global, que puede provenir de la solvencia y credibilidad de los mecanismos de negociación, de la calidad de sus normas o de la calidad de las em-

presas que están admitidas a cotización. Así, en última instancia, las bolsas compiten por la cotización de los emisores de calidad. Por último, el producto que pueden ofrecer las bolsas de forma genuina, y que es el factor clave para atraer a los emisores y a los inversores, es la liquidez.

Finalmente, hay que señalar que, aunque las bolsas se puedan considerar empresas privadas, el producto que ofrecen tiene externalidades sobre la sociedad y, por tanto, tiene un componente de bien público. Las bolsas contribuyen a la formación eficiente de los precios de los valores, y así, a la asignación de los recursos. Asimismo, unos mercados eficientes repercuten positivamente en la formación de ahorro.

III. COMPETENCIA EN LA ACTIVIDAD BURSÁTIL

La estrategia comercial que muchas bolsas están llevando a cabo pasa por diferenciar cada una de las facetas de su negocio como un producto comercializable independiente. Así, las bolsas ahora pueden mostrar una oferta de productos que incluye: 1) admisión a cotización; 2) negociación; 3) estandarización de contratos y normas de negociación; 4) seguimiento y vigilancia de los mercados; 5) difusión de información; 6) registro de valores; 7) compensación; 8) liquidación de operaciones. De hecho, ciertas bolsas han distribuido cada una de esas actividades en una empresa diferente (6).

En muchos de esos productos, las bolsas se enfrentan a la competencia ejercida por nuevos oferentes o por instituciones que han ampliado su oferta de servicios a productos de origen bursátil. Este nuevo marco de competencia ha sido posible por la desregulación financiera, que ha dejado de considerar ciertas actividades como exclusivas de las bolsas: por ejemplo, se ha empezado a autorizar la provisión de servicios de registro de valores o de compensación o liquidación por parte de instituciones no bursátiles; también se ha autorizado la difusión de información sobre las operaciones bursátiles a empresas de medios de comunicación.

En algunos casos la competencia a las bolsas ha sido ejercida por el propio sector público. Así, puede ser que el organismo regulador ofrezca servicios de seguimiento y vigilancia de los mercados, que establezca los términos de los contratos de la operativa bursátil o incluso que se encargue de la verificación de las sociedades que deseen poner sus valores a disposición del público (admisión a cotización); activi-

dades todas que anteriormente podían haberse confiado a la capacidad autorregulatoria de las bolsas.

Como consecuencia del desglose de los diferentes servicios, es más fácil el acceso al negocio bursátil. Si las bolsas concentran su oferta en los servicios de negociación, las barreras de entrada se reducen enormemente. La actividad bursátil se hace pues más contestable, y ello puede traer un marco de competencia a un sector antes cerrado.

Que exista competencia entre los mecanismos de mercado implica que no haya restricciones legales de entrada en la industria, ni discriminaciones entre distintos participantes que ofrezcan el mismo bien o servicio. También implicaría que no hubiera participantes dominantes. Todos los participantes serían lo suficientemente pequeños como para no poder afectar al precio y tampoco se pondrían de acuerdo entre ellos con ese fin.

La competencia se plantea entre bolsas ya establecidas, entre las bolsas y los nuevos mecanismos de contratación, y entre las bolsas y los intermediarios financieros que muchas veces son miembros de Bolsa. Las bolsas y otros mecanismos de mercado compiten entre sí cuando se plantean alcanzar el mismo objetivo, que es la captación del flujo de órdenes para su ejecución.

Existen varios ejemplos de competencia entre las bolsas europeas en los últimos tiempos. Se pueden mencionar los intentos de algunas bolsas de atraer la negociación de valores admitidos a cotización en otros mercados, como fue el ejemplo de la Bolsa de Londres de establecer el segmento SEAQ internacional para negociar valores de otros mercados europeos. En los mercados de derivados, se ha asistido a diversas batallas entre Liffe y Meff RF, o entre Liffe y Eurex.

La competencia entre las bolsas tradicionales y los nuevos mecanismos electrónicos (ATS) de momento es menos acusada en Europa que en Estados Unidos. De todas formas, también hay ejemplos como Trade-point con la Bolsa de Londres o el Euro-MTS con los mercados de deuda pública, por poner sólo dos de ellos. Normalmente, los ATS negocian valores que están admitidos a cotización en otros mercados, y entre las facilidades que ofrecen se encuentra la difusión de los precios de la Bolsa principal y de las cotizaciones de otros mercados.

También hay competencia entre las bolsas y los intermediarios, que pueden ser, a su vez, miembros de Bolsa. Los intermediarios pueden internalizar las ór-

denes recibidas y cruzarlas ellos, en lugar de canalizarlas hacia la Bolsa principal de forma que se crucen allí. Esta competencia entre las bolsas y los intermediarios puede estar en conflicto con la estrategia empresarial de las bolsas que pretenda, por ejemplo, su expansión comercial. A los intermediarios les interesaría que las bolsas no sean dinámicas y ofrezcan servicios nuevos, ni tampoco que prohíban las operaciones "fuera de Bolsa".

¿Por qué compiten entre sí bolsas, sistemas alternativos e intermediarios? El fin último consiste en atraer un flujo de órdenes porque éste, directa o indirectamente, condiciona sus ingresos. Directamente, porque cuanto mayor sea el flujo de órdenes, mayor será el número de transacciones ejecutadas y mayores serán los ingresos por negociación. Indirectamente, porque cuanto mayor sea el flujo de órdenes mayor valor tendrán otros servicios ofrecidos por las bolsas, como son la venta de datos, las operaciones de compensación y liquidación, la reputación de la admisión a cotización o la obtención del carnet de miembro.

La tecnología, aplicada a la comunicación de la información y al procesamiento de datos, ha sido un factor clave en la apertura de los mercados de negociación bursátil, ya que actualmente se pueden desarrollar mecanismos de contratación a un coste reducido. Domowitz señala la automatización de las bolsas como el factor que abre la posibilidad de ser contestadas por nuevos mecanismos de contratación. La tecnología ha hecho que los costes de entrada, de instalación de un nuevo mercado, sean muy reducidos (Domowitz y Steil, 1999).

Otro factor que ha incentivado la aparición de nuevas entidades de negociación es la existencia de subsidios cruzados entre los distintos tipos de operaciones de las bolsas. Por ejemplo, el hecho de que las operaciones minoristas, o pequeñas, paguen tasas proporcionalmente más elevadas que las operaciones grandes, o realizadas por inversores institucionales, proporciona un nicho de mercado para la entrada de nuevos participantes que ofrezcan servicios de negociación a inversores minoristas a un precio más reducido.

También la mayor atención a las distintas necesidades de los inversores permite la competencia entre mercados mediante el desarrollo de nuevas estructuras. Así, pueden diseñarse mercados que garanticen el anonimato de las partes o un mayor o menor grado de información; mercados continuos o con negociación concentrada en determinados períodos; mercados con mecanismos de estabilización o mer-

cados donde se evalúe positivamente la volatilidad; mercados de órdenes o de precios... La relación de los atributos que pueden hacer a un mercado atractivo para un segmento de inversores puede ser extensa. Siempre puede diseñarse un mercado que atrape un nicho de negocio. Pero la principal fuente de competencia se determina vía precio. Es decir, se desea atraer el mayor volumen de órdenes ofreciendo un mecanismo de contratación (como producto principal) que minimice los costes de ejecución (o de búsqueda de contrapartida). Los costes incluyen tanto los implícitos (que sean básicamente los derivados de liquidez del mercado: deterioro en precio, retraso en la ejecución ...) como los explícitos por comisiones. Sea cual sea la explicación, lo cierto es que las fronteras de los mercados "relevantes" que los inversores pueden elegir se borran (Di Noia, 1998a).

IV. FRAGMENTACIÓN Y CALIDAD DEL MERCADO

La aparición de nuevas entidades ofreciendo productos bursátiles y entrando en competencia con las bolsas tradicionales ha llevado a muchos teóricos y profesionales de las finanzas a llamar la atención respecto a la fragmentación que se puede producir en el mercado, y a la pérdida de calidad que ello conlleva.

No es el desglose de los diferentes servicios que antes constituyan un único paquete en múltiples productos ofrecidos por distintas entidades lo que implica una fragmentación del mercado. Cuando se utiliza este término se hace referencia a la oferta del mismo producto por diversos participantes cuando las características del bien ofrecido aconsejarían la oferta en términos de monopolio. Un bien que reúne esta condición es la liquidez, que tanto las bolsas como las nuevas entidades desean ofrecer cuando compiten por la negociación de valores. Las bolsas proporcionan servicios de liquidez: la diferencia entre buscar personalmente la contraparte o llevar una posición a una Bolsa (o a una nueva entidad de mercado) se encuentra en que la confluencia de numerosos participantes facilita el cruce de las operaciones. Y las nuevas entidades de negociación también pretenden ofrecer liquidez.

1. Fragmentación y liquidez

La liquidez es el bien que desean ofrecer las entidades de negociación y es también un bien a proteger, ya que contribuye a la calidad del mercado. La cuestión que se debe tratar de responder es cómo influye

sobre aquella el hecho de que exista competencia por los servicios de negociación entre las bolsas tradicionales y las nuevas entidades o sistemas alternativos. Parece necesario abundar en esta reflexión, ya que se observan tendencias divergentes en muchos países, y en particular en Europa. Así, por una parte, se demanda la autorización de nuevos competidores, pero a la vez se argumenta a favor de la unificación de las bolsas nacionales en una entidad supranacional europea con el fin de mejorar la liquidez de los valores cuyo accionariado esté distribuido en varios países.

En principio, la liquidez necesita escala. La liquidez se desea porque reduce los costes de búsqueda de contrapartida, de cierre de contrato. Contar con emisiones de volumen elevado y con la participación de numerosos inversores son factores que contribuyen positivamente a dotar de liquidez a los valores. Esto determina que, a su vez, los emisores con necesidades de capital elevadas deseen contratar los servicios de negociación de una Bolsa de gran tamaño, supra-nacional, en la que puedan confluir numerosos participantes. La fragmentación de la oferta de servicios de negociación a través de varios proveedores puede tener consecuencias sobre la calidad del mercado. La menor liquidez resultante en cada uno de los mercados se puede reflejar en un aumento de la volatilidad de las cotizaciones y en mayores diferenciales entre los precios de oferta y demanda.

Pero las empresas emisoras tienen un derecho de propiedad para decidir dónde quieren que se negocien sus valores, y la existencia de nuevas entidades de mercado les permite elegir. Esta competencia también puede tener efectos beneficiosos para la liquidez del mercado si reduce unos costes de transacción elevados nacidos como consecuencia de la posición monopolista de las bolsas u oligopolista de sus miembros. Éstos son la clave de la aparición y desarrollo de las nuevas entidades de negociación. Las bolsas grandes pueden tratar de impedir la competencia bien ejerciendo presiones sobre las autoridades para impedir la autorización de nuevos mercados (políticas de *lobby*), o bien tratando de imponer condiciones que impidan el funcionamiento de los derechos de propiedad de las empresas para decidir dónde cotizar.

Las entidades de mercado (bolsas y ATS) tratan de atraer la cotización de los emisores mediante una oferta especializada o, dentro del mismo segmento, vía el coste que cargan por sus servicios. Los nuevos mercados pueden ofrecer servicios de negociación diferenciados que den respuesta a necesidades de distintos inversores. De esta forma, los mercados pequeños no entrarían a competir con los grandes en

precios, sino en servicios y en tecnología. La competencia vía precios puede impulsar a algunos emisores a desplazarse de mercado, pero siempre existirán emisores que deseen acceder a mercados más grandes y que estén dispuestos a pagar precios más elevados.

Otra razón explicativa de la aparición de nuevas entidades de mercado se debe a la existencia de una asimetría informativa entre el público inversor. Los inversores se podrían dividir en dos grupos: informados y no informados. Los primeros tendrían una ventaja informativa, no debido a la posesión de información privada o privilegiada, sino a su mayor capacidad de búsqueda y análisis de la información pública.

Las nuevas entidades de mercado pueden ser capaces de discriminar entre los dos tipos de inversores y dirigirse a la captación de la demanda de los no informados. Para atraer el flujo de sus órdenes, se les ofrecen los servicios de negociación a un precio más barato, ya que se piensa que negociar con ellos no conlleva el riesgo de asumir una posición desventajosa. Esta discriminación puede juzgarse positiva, ya que impide que los inversores informados se aprovechen de los no informados. Además, no se puede concluir que en el conjunto del mercado se vaya a reducir la liquidez, ya que estas nuevas entidades suelen plantearse una política activa de generación de órdenes. Sin embargo, sí es cierto que el flujo de órdenes que se dirija al mercado central será menor y que en él habrá una mayor presencia de inversores informados. Es decir, que en el mercado principal sí se producirá una reducción de liquidez, lo que se traducirá en mayores precios (7). Esta discriminación entre los dos tipos de inversores en el fondo plantea una alternativa entre la eficiencia agregada y la equidad distributiva.

Nos encontramos ante un dilema. Por un lado, parece que la concentración del mercado en una localización central reduce los costes de búsqueda de contrapartida. Por otro lado, la desconcentración de la negociación y la competencia entre entidades reduce los costes de intermediación. Adicionalmente, aunque la escala sea un factor determinante en la liquidez, hay autores que postulan que una cierta competencia no deteriora el factor escala, con lo que no puede afirmarse con rotundidad que la fragmentación de la negociación lleve, de forma inexorable, a un deterioro de la calidad del mercado.

2. Fragmentación e información

Uno de los elementos cruciales que reflejan la calidad del mercado es la formación de precios. La efici-

ciencia del mercado requiere que los precios de los valores que se cotizan en el mercado contengan toda la información relevante, y ésta incluya tanto la información sobre la empresa emisora (situación económico-financiera, planes empresariales, hechos relevantes, características de los valores emitidos, etc.) como sobre la actividad del mercado (sobre las intenciones de negociación y sobre las operaciones efectivamente cruzadas).

La información estimula la negociación y contribuye positivamente a la liquidez del mercado. La relación entre la liquidez y la información es biunívoca; así, si un mercado es líquido, la negociación activa producirá mucha información que, obviamente, se traducirá en menores costes de búsqueda de ésta y, por tanto, en mayor liquidez. Sin embargo, la relación entre la liquidez y la información requiere que ésta cumpla requisitos en cuanto a calidad, suficiencia y distribución. Resulta interesante analizar cuál puede ser el efecto de la fragmentación de la negociación entre diversas nuevas entidades de negociación sobre la información disponible (sobre la actividad de mercado e incluso sobre los emisores). Si la distribución de la negociación entre distintas entidades supone una merma en el contenido informativo de los precios de los valores, sí que se reduciría la calidad del conjunto del mercado de valores.

En principio se puede pensar que son los propios participantes en el mercado los que contribuyen a la liquidez mediante su generación de información y su asimilación. Los emisores influyen en la liquidez al determinar: 1) el número de acciones que ponen a disposición del público, y 2) la calidad y frecuencia de la información que emiten. Por su parte, los inversores y los intermediarios influyen en la liquidez mediante su comportamiento competitivo, que les incentiva a ser eficientes en la búsqueda y en la asimilación rápida de información. Las fuentes de liquidez, por lo tanto, serían exógenas a las bolsas. Pero también los propios mercados (bolsas y otras entidades) contribuyen a la liquidez mediante sus reglas y procedimientos para diseminar la información. La existencia de un mecanismo centralizado de proceso de órdenes ya en sí mismo supone un soporte para la producción de información, reduce los costes de su diseminación, facilita su asimilación y, en definitiva, se traduce en mayor eficiencia de los precios. Macey y Kanda (1999) consideran que la existencia de vínculos electrónicos ejerce la misma función que una localización geográfica centralizada, ya que permite la difusión rápida de la información y facilita la toma de posición frente a ésta.

Precisamente, una buena política informativa (de

contenido y distribución) reduce la asimetría informativa y, por tanto, la distancia entre los inversores informados y los no informados, y por tanto contrarresta una de las razones que se han mencionado que pueden incentivar la aparición de ATS. Sin embargo, hay que añadir un elemento adicional al análisis. Los nuevos mercados ATS pueden ser capaces de competir ofreciendo servicios de negociación a un menor precio porque capturan la información relevante pero no asumen el coste de producirla. Es decir, hay beneficios sombra o beneficios que no se pagan. La mayoría de los nuevos mercados ATS toman como referencia para sus operaciones los precios de los mercados centrales. Este hecho permite la oferta de servicios de negociación a menores precios. Así, la aparición de ATS ofreciendo servicios más baratos puede reflejar el hecho de que estas empresas utilizan (o "se apropián de") la información, tanto sobre los emisores como sobre el mercado, producida y difundida por las bolsas tradicionales. Constituye una situación clara de disfrute gratuito o *free-riding*.

La importancia de la información bursátil y la competencia que las nuevas entidades de negociación representan para las bolsas tradicionales plantea la cuestión de la propiedad de la información y de su regulación.

En realidad, la producción de servicios de información es uno de los servicios por los que los emisores pueden desear "pagar" por cotizar en una Bolsa o mercado organizado. Las bolsas pueden entenderse como organismos que "crean mercados" y cuyo *output* principal es la producción de información, que está contenida en los precios cruzados. En este sentido, las bolsas podrían reclamar derechos de propiedad sobre estos precios. Sin embargo, también puede considerarse que la información es propiedad de sus productores en primera instancia, emisores e inversores. Así, puede dudarse de que los derechos de propiedad de la información sean exclusivos de la Bolsa y no de los participantes cuya actividad ha contribuido a su formación.

Sin embargo, la información contenida en los precios negociados podría considerarse como un bien público. De su correcta formación se obtienen beneficios generalizados en el sistema económico, al facilitar la asignación eficiente del capital, pero no existen incentivos suficientes para que los agentes económicos contribuyan a su formación.

Los participantes en el mercado de valores disfrutan de la eficiencia del mercado, es decir, de que los costes de la negociación sean los menores. Pero

ello no es óbice para que intentaran aprovechar ventajas particulares si pudieran. Los emisores podrían desear proporcionar menor información que a la que están obligados, y los intermediarios podrían desear tener y sacar ventaja de asimetrías informativas. Los propios mercados también pueden tener una postura no neutral respecto a la información. Por un lado, los mercados organizados desean ofrecer una calidad que les permita atraer flujos de órdenes, y dentro de la calidad, se incluye la transparencia informativa. Pero también pueden diseñarse estructuras de mercado que permitan subsidios de liquidez cruzados derivados de la explotación de asimetrías informativas: los mercados pueden desear que sus miembros, o los grandes inversores, disfruten de ventajas informativas porque de esta forma se estimula su participación y aumenta la liquidez (8).

La cuestión que se plantea es si los precios de los valores son propiedad de los mercados principales y, si así fuera, si las bolsas pueden cobrar por ellos o impedir su uso libre. En definitiva, la calidad del conjunto del mercado depende de la formación de los precios y su difusión. La liquidez se garantizaría si todos los inversores tuvieran acceso a la información sobre los mejores precios y pudieran operar frente a ellos en cualquier momento, aunque fuera a través de diferentes sistemas.

Mientras que el dilema escala-competencia puede no derivar en una postura regulatoria clara, la necesidad de garantizar una correcta formación de los precios podría requerir de políticas específicas. El tema de si la diseminación de la información debe ser objeto de la regulación puede resultar controvertido. En algunos países, la transparencia en la información de precios y cotizaciones de mercado es una pieza angular de la regulación de los mercados de valores que contribuye a los objetivos últimos tanto de garantía de la integridad de los mercados como de la protección del inversor. Mediante la política de transparencia, el regulador de valores norteamericano (SEC) persigue el objetivo de tener unos mercados eficientes y líquidos a pesar de que permite la existencia de mecanismos de negociación alternativos a las bolsas tradicionales. Así, se considera que la transparencia mejora la eficiencia informativa y contribuye a unir mercados dispersos sin el coste de tener que establecer vínculos electrónicos para canalización de órdenes entre los distintos centros de contratación. La transparencia impide la fragmentación del mercado a través de la competencia entre las distintas entidades de mercado (9).

Este objetivo requeriría que todas las bolsas, mer-

cados o entidades de negociación respetaran las mismas normas de transparencia informativa. Si coexistieran mercados transparentes con otros que no lo fueran, no habría incentivos para enviar las órdenes a los mercados transparentes, y los inversores que enviaran sus órdenes a los mercados más opacos se beneficiarían de la información publicada en los transparentes. Los inversores que enviaran sus órdenes a los mercados transparentes podrían temer que sus contrapartidas tuvieran más información y ello llevarles a modificar los precios demandados. Por lo tanto, de permitirse que las condiciones de transparencia fueran diferentes entre mercados, la calidad del mercado se vería deteriorada porque: 1) no se proporcionaría una imagen correcta del mercado (se desconocerían las operaciones en los mercados más opacos); 2) no habría certeza de que el precio formado fuera eficiente.

Frente a la política establecida por la SEC se han levantado otras voces que rechazan la necesidad y efectividad de imponer una normativa sobre la transparencia (Lee, 1998). Varios argumentos son los que utilizan para justificar su idea:

1) El nivel de transparencia óptima puede decidirse a través de incentivos privados. Es decir, puede ser innecesaria la regulación porque, aun en el caso de que se hayan podido diseñar diferentes mercados con grados distintos de información, es muy factible que se produzca un arbitraje de información entre mercados (10);

2) Puede haber costes que superen los beneficios derivados de la transparencia (11).

3) Derivado del anterior, pueden producirse efectos económicos indeseados por la imposición de normas de transparencia. Es decir, pueden incentivar que las operaciones se desvén fuera del mercado o puede desincentivar la toma de posiciones de riesgo (12).

Sin embargo, la existencia de incentivos privados no mina el argumento de la importancia de la transparencia informativa para la eficiencia de los mercados, sino que sirve para determinar un nivel de transparencia. La regulación debería exigir el nivel que garantizara los efectos positivos sobre la eficiencia y liquidez del mercado. Diversos estudios (13) ponen de manifiesto que la imposición de requisitos de transparencia excesivos puede provocar comportamientos estratégicos de los inversores en cuanto a producción y uso de la información, y retrae la liquidez. Sin embargo, resulta necesaria la imposición normativa de un nivel de transparencia determinado cuando, como se ha dicho, los participantes privados pueden no

tener incentivos para producir o distribuir el nivel de información que satisfaga los fines públicos.

V. CONCENTRACIÓN: ECONOMÍAS DE ESCALA Y DE RED

No se puede aceptar con generalidad la conclusión de que la presencia de sistemas de negociación alternativos sea negativa para el mercado. La valoración final de los efectos sobre el conjunto del mercado dependerá de otras características de la estructura de los mercados. Lee (1998) considera que hay tres elementos clave en la estructura de los mercados: canalización del flujo de órdenes (*routing*), ejecución y difusión de información. Estos elementos pueden ser comunes, estar vinculados o ser independientes entre las diversas bolsas o sistemas de negociación. La existencia de vínculos en alguno de esos elementos entre las bolsas y centros de negociación determina la fragmentación o no del mercado en sentido amplio.

Por ejemplo, las cuatro bolsas españolas comparten un único sistema de contratación (SIBE) que garantiza un mercado consolidado, aunque haya fragmentación de bolsas. En el otro extremo, puede darse la situación donde una Bolsa tenga distintos sistemas de contratación para los diferentes valores, resultando en un mercado fragmentado. En resumidas cuentas, para evitar que el mercado de un valor esté fragmentado, alguno de los tres elementos tiene que estar unido o mantener vínculos entre las distintas bolsas o centros. Se evita la fragmentación si el *routing* de órdenes es único, si habiendo varios *routings* de órdenes la negociación es única, o si habiendo varios sistemas de negociación el sistema de información de precios y difusión de datos es único.

El riesgo de que la aparición de nuevos centros de negociación en competencia con las bolsas tradicionales provoque la fragmentación del mercado y la pérdida de calidad de éste es más teórico que real. Incluso en Estados Unidos, donde los nuevos sistemas son muy dinámicos en la captación de órdenes, las bolsas tradicionales de acciones y de derivados aún siguen teniendo una presencia dominante. Es cierto que las bolsas tradicionales están perdiendo negocio a favor de los nuevos participantes, pero la situación actual parece un tránsito hacia la formación de nuevos agentes dominantes, favorecidos por la existencia de economías de escala y de red en el negocio de la contratación de valores. El riesgo de que el mercado quede fragmentado parece un argumento defensivo de los que ven amenazada su primacía para pedir algún tipo de protección regulatoria.

La existencia de economías de escala se debe a que el coste por operación del sistema se reduce según aumenta el número de operaciones efectuadas. Si hay economías de escala, se reducen los incentivos y la capacidad de los nuevos entrantes de competir con las bolsas ya establecidas. La presencia de economías de escala se produce cuando los costes fijos de establecimiento del mercado son elevados, pero los costes variables de producción son reducidos. En este caso, las bolsas que ya están establecidas pueden cargar menores precios por operación que aquellas que aún tengan que amortizar los costes fijos. La implantación de sistemas informáticos para canalización, proceso de órdenes y mecanismos de cruce está cambiando el panorama. Los costes fijos de establecimiento de nuevos mercados se han reducido, de forma que los nuevos entrantes se enfrentan a una menor desventaja.

Sin embargo, las bolsas ya instaladas pueden tener otras ventajas en relación con los costes operativos. En primer lugar, puede que el coste marginal de negociar en una Bolsa tradicional en coros sea más barato que en un sistema electrónico. Pero, en segundo lugar, en el coste de realizar una transacción de mercado de valores hay que considerar otros elementos además del coste operativo. Esos elementos del coste incluyen el descuento en el precio del valor debido a la falta de liquidez del mercado. En este sentido, los mercados ya establecidos que aglutinan un gran número de valores y donde participan muchos intermediarios cuentan con la ventaja de las economías o externalidades de red.

La industria de la negociación de valores bursátiles presenta externalidades de red (14). Hay externalidades de redes positivas cuando el beneficio que obtiene un usuario aumenta cuando aumenta el número de usuarios de ese sistema, o cuando utilizan sistemas que son compatibles. En el caso de las bolsas, cuanto mayor es el número de participantes, más probable es que las órdenes enviadas se ejecuten. El aumento del valor del bien que producen o proporcionan las bolsas fue destacado inicialmente por Economides (1993), que señaló que cuantos más intermediarios participan en el mercado más disminuye la incertidumbre de éste, medida por la varianza de los precios. Según hemos visto, la varianza es un atributo de la liquidez y, por tanto, las economías de red se traducen en ventajas de liquidez.

Estas economías de red, o de escala de demanda, son espaciales, temporales y dinámicas. Es decir, aumenta el valor de la red, en primer lugar, cuantos más participantes tienen acceso a ella desde localizaciones

diferentes; de ahí la importancia de que la red cuente con muchos puntos de acceso, aparte de con muchos participantes. La dimensión temporal viene dada porque el valor de la red se ve positivamente afectado si los participantes acceden al mismo tiempo (envían sus órdenes), y la dimensión dinámica se debe entender en el sentido de que la elección de una red por los participantes hoy es una garantía de su éxito en el futuro. Di Noia (1998b) recoge que las externalidades de red pueden ser directas o cruzadas. Las externalidades de red directas se producen cuando los usuarios de un servicio obtienen beneficios por la presencia de un elevado número de demandantes de ese servicio. Hay externalidades cruzadas cuando los demandantes de un bien o servicio se benefician por el aumento de la demanda de otro bien o servicio.

En el caso de las bolsas o sistemas de negociación se pueden especificar las externalidades de red que existen en la producción de servicios de admisión a cotización y de negociación.

a) Economías de red para la decisión de dónde cotizar

Existen externalidades cruzadas porque los emisores obtienen beneficios según el número de participantes en la negociación. Las empresas emisoras pueden elegir cotizar en aquellas bolsas donde haya mayor participación de intermediarios, ya que ello se traducirá en mayor volumen de negociación, mayor demanda de inversores finales y menores costes de ejecución de órdenes. Todo ello puede reportar a los emisores un beneficio que les compense por el coste de las comisiones de admisión a cotización que quizás en esas bolsas sean superiores. La cotización en una Bolsa que tiene mucho volumen de actividad es un factor de marketing para la empresa que se puede así beneficiar de mayor interés por parte de los inversores. También existen externalidades de red directas en el sentido de que la cotización en una Bolsa donde hay muchas empresas cotizando puede ser un signo positivo de la calidad del mercado. Otra externalidad directa puede ser que la presencia de un mayor número de emisores puede reducir la correlación entre las cotizaciones de las empresas o entre las empresas respecto al conjunto del mercado (β). Las bolsas pueden competir entre ellas por atraer a las empresas a que coticen, o al menos a que hagan una doble cotización. La forma de competir puede ser o bajando las tarifas por admisión o mejorando aspectos del sistema de negociación (efecto positivo cruzado). También pueden decidir dar de alta en la cotización a empresas que cotizan en otras bolsas sin pedir su consentimiento.

b) Externalidades de red en la negociación

Los intermediarios pueden escoger en qué Bolsa negociar (o de la que ser miembros) en función de los activos que se negocien. Cuantos más activos (o emisores) más atractiva es la participación, ya que permite estrategias de inversión y cobertura más amplias. También es atractivo participar en bolsas con muchos miembros, a pesar de la mayor competencia que ello supone, porque se facilita el cruce de operaciones. Las bolsas compiten por atraer a los intermediarios, por hacerlos miembros, porque aumentan por esa vía las comisiones de negociación y además porque contribuyen a crear liquidez. También puede repercutir positivamente sobre la calidad del mercado ya que, al aumentar los participantes, mejorarán los servicios de seguimiento y disciplina del mercado. Lee (1998) considera también otra externalidad cruzada de red en el caso de los mercados de derivados, que procede de que la compensación y la liquidación de las operaciones a través de una sola cámara de compensación permite reducir las garantías aportadas para cobertura del riesgo.

La presencia de externalidades de red da una ventaja considerable a las bolsas establecidas. A pesar de que, como señalaba Domowitz, la tecnología reduzca los costes de entrada y se facilite por esta vía la competencia, puede que las bolsas establecidas tengan asentada su supremacía de un modo difícil de rebatir. Es posible que los nuevos mercados ofrezcan menores costes, pero un individuo no tomará la decisión de cambiar de mercado aisladamente a menos que haya cambiado ya un número suficiente de participantes como para alcanzar el umbral de red.

Por otra parte, también puede ser que la Bolsa establecida haya tomado decisiones estratégicas que consoliden su posición. Éstas pueden ser desde la existencia de derechos de propiedad sobre la tecnología, de forma que limite o condicione su compatibilidad con otros mercados, hasta la política de precios. Los costes operativos no tienen por qué ser más reducidos para los nuevos entrantes, y las bolsas establecidas ya pueden haber amortizado sus instalaciones, con lo que los precios de las bolsas establecidas pueden ser más competitivos que los de los nuevos mercados que deban aún acometer inversiones de instalación.

Sin embargo, hay un límite al crecimiento de la red, puesto que las bolsas pueden también sufrir una saturación de órdenes. Así, en el momento en que la saturación derive en necesidad de llevar a cabo nuevas inversiones en tecnología y los precios del bien pro-

ducido se eleven, se abriría una brecha para la entrada en el mercado de nuevos oferentes. La formación de carteles empresariales puede ser una vía que permita acometer inversiones en tecnología y a la vez tener una política de precios competitiva.

VI. COOPERACIÓN, INTEGRACIÓN, FUSIÓN

Diversos factores han llevado a la apertura de la competencia entre las distintas bolsas, y entre éstas y otras entidades. La existencia de costes elevados en distintas fórmulas de negociación, la reducción de costes de negociación y de difusión de información facilitada por la tecnología, la desregulación y la apertura del negocio bursátil a nuevos operadores, la internacionalización de las decisiones de inversión y la competencia de las empresas en un marco global son factores que han contribuido a que se modifique el *status quo* bursátil en la última década.

En la actualidad, se están desarrollando dos fenómenos financieros que, aunque diferentes, plantean los mismos interrogantes. En Estados Unidos, el regulador de los mercados de valores ha abierto la posibilidad de conceder el *status* de Bolsa a nuevos operadores o ATS. Por otra parte, en Europa el objetivo de crear un mercado financiero único ha llevado a las autoridades comunitarias a aprobar diversas directivas que facilitan la oferta de servicios financieros transfronterizos y proporcionan estándares para la homogeneización de las regulaciones nacionales, lo que facilita que varias bolsas compitan por llegar a ser la Bolsa líder pan-europea. En ambos casos, el resultado es que existen (o pueden existir) algunas bolsas (o entidades que proporcionan servicios de negociación) que compiten por el mismo mercado. En ambas regiones aún se mantiene el predominio de las bolsas tradicionales (o nacionales).

La cuestión que se plantea es si puede existir un mercado de valores en el que varias entidades ofrezcan el mismo producto en competencia. La competición en la actualidad está concentrada en los servicios de negociación; no está definida en los servicios de difusión de información ni en los de admisión a cotización, porque en ambos subyace la asignación de los derechos de propiedad, cuestión que depende de posiciones teóricas y políticas (15).

Lee (1998) considera que los factores que influyen en la decisión de una Bolsa de entrar en competición por un mercado son los siguientes: 1) la posibilidad de obtener beneficios; 2) la existencia de objetivos de negociación diferentes; 3) impedimentos

legales; 4) economías de escala; 5) externalidades de red, y 6) las mejoras en las facilidades de canalización de órdenes (*routing*).

La posibilidad de obtener beneficios por explotación de alguna ineficiencia de las bolsas establecidas o por la oportunidad de desarrollar nuevos servicios destinados a nuevos clientes son factores que animan a la entrada de nuevos operadores. Obviamente, la legislación puede jugar en ambos sentidos: impedir la competencia o abrir el mercado a nuevos participantes. En cambio, la existencia de economías de escala o externalidades de red son factores que desincentivan la competencia. Por último, el desarrollo tecnológico también es un factor que influye en el grado de competencia entre mercados o bolsas de valores. Las mejoras en la canalización de órdenes pueden ser aprovechadas por las bolsas establecidas para incrementar su alcance y así reforzar las externalidades de red. Alternativamente, si las bolsas establecidas se basaran en la negociación con presencia física (corros o sistemas de viva voz), las facilidades electrónicas de canalización de órdenes podrían servir de base al establecimiento de nuevos sistemas de negociación. Los sistemas de canalización de órdenes también favorecen al conjunto de la red del mercado si están diseñados de forma que permitan el envío de órdenes simultáneamente a varios mercados, con la cancelación de las mismas en el momento en que se crucen en un mercado. Un sistema que permita este funcionamiento estimula el uso de todos los mercados o sistemas de negociación establecidos.

Como alternativa a la competencia, las bolsas pueden plantearse vías de cooperación que abarquen desde el establecimiento de vínculos o acuerdos empresariales hasta fusiones. Los acuerdos empresariales o comerciales pueden ser muy diversos tanto en la materia como en la forma legal. Pueden existir acuerdos para desarrollar de forma conjunta un servicio (por ejemplo, un nuevo mercado para empresas en crecimiento), acuerdos de compra de servicios (una Bolsa compra la información a otra, o los servicios de compensación y liquidación), o acuerdos para constituir una sociedad conjunta para desarrollar un producto (por ejemplo, el soporte tecnológico de los mercados o de los procesos de oficina vinculados a la negociación).

Un problema de los acuerdos de cooperación entre bolsas se encuentra en la dificultad de su exigibilidad en caso de que los participantes cambien de opinión ante una modificación de las circunstancias. Hay varias razones para ello, entre las que se puede mencionar el tamaño de la empresa bursátil, el ca-

rácter de institución nacional y la necesidad de cooperación de los miembros de las bolsas. Por ejemplo, aunque los accionistas de dos bolsas hayan acordado su fusión, esta decisión tiene que ser aceptada por sus miembros, que pueden no desear negociar en el nuevo mercado. En este sentido, las bolsas que son propiedad de sus miembros se enfrentarán a una decisión que afectará sus beneficios como accionistas y sus ingresos como intermediarios-miembros que canalizan las órdenes. El predominio del segundo punto de vista muchas veces paraliza decisiones de cooperación o de fusión que permitirían a la institución aprovechar economías de escala o de red.

También influye en el resultado de cualquier tipo de decisión (de cooperación, fusión o integración) el tipo de accionistas que tenga la Bolsa. Las grandes entidades, con mayor grado de internacionalización y de desarrollo tecnológico, son más proclives a decisiones de reestructuración que aquellos miembros-accionistas cuya actividad sea más dependiente de las comisiones de intermediación. Evidentemente, los acuerdos de integración o fusión son más fáciles si la cuota de participación de los accionistas en el capital de la Bolsa es la misma o si son coincidentes los accionistas de dos bolsas con planes de integración. O, por último, si el acuerdo entre las bolsas supone la unificación de dos negocios diferentes, el acuerdo se percibirá como una ampliación de las oportunidades sin ninguna amenaza para el negocio existente.

Cualquier vía de cooperación que pueda establecerse entre varias bolsas ha de suponer mejoras de eficiencia productiva, que pueden provenir de mayor eficacia en la provisión de servicios de negociación o de una reducción de costes. Así pues, puede haber acuerdos entre bolsas que deriven en una ampliación de los participantes, o aumenten la gama de productos negociados, o mejoren la tecnología del sistema de negociación. Por otra parte, la reducción de costes puede proceder de la misma existencia de economías de escala en el establecimiento de los sistemas de negociación, en el desarrollo de productos y en el marketing de éstos. También supone un ahorro de costes a los participantes el hecho de ampliar el horario de negociación abarcando las distintas zonas horarias, ya que permite realizar coberturas de riesgo de forma continuada. En el caso en que las bolsas acuerden compartir la cámara de compensación y liquidación, los participantes también pueden ahorrar costes al poder compensar posiciones. Y si hubiera una cámara que se interpusiera y valorara diariamente las posiciones abiertas (p.e., en mercados de derivados), las garantías necesarias sería menores. También se pueden producir ahorros en los costes de es-

tablecimiento de canales de transmisión de órdenes si las bolsas establecen una conexión entre sí, de forma que no haga falta que los miembros que ya tengan un sistema de canalización de órdenes con una Bolsa establezcan nuevos sistemas con las demás bolsas o tengan que establecer acuerdos con los miembros de estas otras bolsas. A su vez, este ahorro en los costes de envío de órdenes puede resultar en una mayor generación de las mismas.

La posibilidad de realizar acuerdos entre las bolsas se apoya en el mayor componente tecnológico de los sistemas de negociación. Ya se ha mencionado que los sistemas de negociación electrónicos suponen una reducción en los costes de entrada en el mercado bursátil, pero también resultarán en menores costes marginales futuros debido a la presencia de economías de red. La medida de la capacidad de una Bolsa de disfrutar de mayores economías de red se encuentra en la compatibilidad de sus sistemas tecnológicos con los de las demás bolsas. La relación esencial entre los componentes de una red son la compatibilidad, la complementariedad y la coordinación.

La presencia de externalidades de red incentiva a las bolsas a buscar la compatibilidad con las demás bolsas. En empresas del tipo de las bolsas, la posibilidad de interconectar formando una red les permite dar entrada a nuevos intermediarios y miembros. Las conexiones entre las bolsas incrementan su dimensión de forma efectiva, las hace más globales. Por tanto, las bolsas han de dejar posturas proteccionistas, de aislamiento del mercado, y fomentar su complementariedad con las demás bolsas. Ahora que las bolsas tienden a implantar sistemas de negociación electrónicos, la conexión de los mercados depende en gran medida de la compatibilidad tecnológica. También influyen de forma significativa las regulaciones de los mercados, o la similitud de la normativa societaria, o la referente a otros campos relacionados con los mercados de valores (16). Las bolsas pueden desear ser compatibles con las demás bolsas porque es una facilidad demandada por sus clientes. Además, porque puede resultar en una demanda derivada procedente de clientes de otros mercados. En el extremo opuesto a la búsqueda de compatibilidad, las bolsas podrían realizar estrategias dirigidas a la inmovilidad de sus clientes (dificultando, por ejemplo, a las empresas que cotizan su migración a otras bolsas, o impidiendo a los miembros la negociación fuera de la Bolsa) o a la lucha por adquirir una posición dominante y absorber los clientes de otras bolsas.

El acceso remoto, según el cual pueden acceder a la negociación de una Bolsa intermediarios miembros

de otra Bolsa, supone una vía de integración parcial. La consecuencia es aumentar la liquidez de los valores al ampliar los potenciales inversores.

Sin embargo, la compatibilidad entre las bolsas puede llevar a una fusión implícita que implica un mayor grado de integración que el acceso remoto. Domowitz (1995) considera una fusión implícita, en el caso de mercados de productos derivados, cuando las bolsas ofrecen acceso común a sus respectivos miembros a un conjunto de productos derivados que son ofrecidos a la vez en ambas bolsas. Este concepto ha sido ampliado por Di Noia (1998a) que considera que una fusión implícita es un acuerdo entre dos bolsas, por el cual todos los valores admitidos a cotización en una Bolsa pasan a ser también admitidos en la otra, y todos los intermediarios que negocian en una Bolsa tienen acceso remoto en la otra, con reciprocidad y sin otros requisitos adicionales.

En una fusión implícita entre dos bolsas se permite la negociación de valores en ambos sistemas de forma simultánea, sin necesidad de que los mecanismos de negociación o las reglas sean idénticos. No obstante, las reglas tenderán a irse homogeneizando y los sistemas informáticos que soportan la negociación requerirán de una interfaz de acceso. Estas modificaciones necesarias para permitir una fusión implícita se conocen con el nombre de "adaptadores". Los costes de establecer estos adaptadores serían compartidos entre las bolsas que decidieran llevar a cabo la fusión implícita.

Una fusión implícita puede buscarse de forma unilateral cuando una Bolsa decide admitir a cotización en su sede a los valores admitidos en otra Bolsa sin haber habido ninguna decisión de ésta o de las empresas emisoras. En este caso, la Bolsa en cuestión soportará todo el coste de los adaptadores.

Las fusiones implícitas pueden ser deseables porque permiten a las bolsas disfrutar de los beneficios de la red, sin tener que sufrir los costes de una fusión efectiva. Con una fusión implícita los valores que cotizan en una Bolsa pueden acceder a un mayor universo de inversiones gracias a la actividad de los miembros de la otra Bolsa. Los miembros o intermediarios, a su vez, disfrutarán de menores costes de transacción y de acceso a la información. Como resultado, la liquidez aumentará y mejorará la formación de los precios.

Sin embargo, las bolsas pueden decidir competir si tienen la oportunidad de ganar y disfrutar de una posición monopolista. Dicha oportunidad puede producirse porque una Bolsa tenga ventajas compara-

tivas en términos de unos costes marginales de producción inferiores a las de la segunda Bolsa o inferiores en relación con los efectos externos de la red también en comparación con la segunda Bolsa. Según Di Noia, cuando las bolsas empiezan a competir sólo una sobrevivirá o prevalecerá si no se logran acuerdos. Si una Bolsa tiene ventajas de coste y el poder de mercado suficiente, no buscará fusiones implícitas, ya que un resultado de monopolio le proporciona mayores beneficios.

A pesar de ello, Di Noia destaca la existencia de situaciones en las cuales una fusión implícita podría aumentar el excedente del consumidor y proporcionar beneficios a la Bolsa fusionada. Éste sería el caso si la Bolsa ganadora en la competición hubiera decidido un nivel de producción de servicios bursátiles que fuera inferior al equilibrio de Pareto de la función de utilidad de los consumidores. También las fusiones implícitas mejoran el beneficio de los consumidores y de las bolsas en el caso de que las externalidades de red lleven a las bolsas a situaciones no eficientes (en las cuales predomina una Bolsa con mayor alcance, aunque con mayores costes marginales). Las fusiones implícitas resultan de igual forma una opción válida si las bolsas tienen ventajas en los costes marginales de ciertos servicios. Este caso podría llevar incluso a la especialización entre las bolsas en la producción de los diferentes servicios.

Para el consumidor, son positivas las fusiones implícitas, puesto que mantienen abierta la posibilidad de competencia de precios, aun en el caso de que una Bolsa prevaleciera como casi monopolio.

VII. LAS BOLSAS COMO SOCIEDADES ANÓNIMAS

Las decisiones de las bolsas sobre sus planes de negocio o sobre su posible reestructuración empresarial dependen, en última instancia, de la voluntad de sus accionistas. En el pasado, los accionistas de las bolsas eran sus propios miembros, que además asumían la responsabilidad directiva. Esta estructura de gobierno mutualista (o cooperativista) podía ser adecuada en una situación en la cual las bolsas tenían el monopolio de la negociación bursátil en un país. Sin embargo, puede ser discutible cuando las bolsas pretenden comportarse como empresas privadas y se enfrentan a la competencia de nuevos participantes en el mercado, e incluso de sus propios miembros, que pueden desarrollar en paralelo a su actividad bursátil otras actividades como la negociación OTC o el desarrollo de sistemas alternativos de negociación.

Se pueden encontrar numerosos ejemplos de planes empresariales que no han podido llevarse a cabo por la oposición de los accionistas-miembros, entre los cuales se encuentran desde decisiones de automatizar las bolsas, sustituyendo los coros por sistemas informáticos, hasta acuerdos con otros mercados.

Pueden existir distintas estructuras de gobierno incluso dentro del ámbito cooperativo, según el peso dado a cada grupo de miembros, el papel y los poderes otorgados al consejo de administración, la influencia de representantes del sector público, el carácter abierto o cerrado de la membresía, o su búsqueda o no del beneficio, entre otras características. Todas ellas, sin embargo, comparten el carácter principal que les otorga el cooperativismo. En una cooperativa, los accionistas son los propios usuarios o clientes, los miembros o intermediarios que canalizan las órdenes de los inversores en Bolsa.

Esta situación puede ser conflictiva cuando las decisiones se toman con primacía del punto de vista de los miembros y no de los accionistas. Así, en ocasiones, se pueden descartar planes empresariales que supongan una merma de los ingresos de los miembros, aunque redundaran en mayor beneficio para la Bolsa y, por ende, para sus accionistas. Como señalan Hart y Moore (1996), en una cooperativa la toma colectiva de decisiones es ineficiente porque en una votación las opiniones del votante decisivo no son necesariamente aquellas de los miembros en su conjunto. Según estos autores, una estructura de propiedad externa resulta relativamente más eficiente que una estructura cooperativista cuando hay variedad entre los miembros de la Bolsa y cuando la Bolsa se enfrenta a situaciones de competencia. En el primer caso, nos encontraremos ante una situación en la cual los intereses entre los accionistas divergen simplemente porque, como miembros, las decisiones no les afectan de igual forma. En el segundo caso, parece evidente que las bolsas requieren acometer cambios estratégicos y, para ello, obtener un capital que la estructura mutualista les dificulta.

Resulta evidente que la situación actual encaja en la segunda característica señalada por Hart y Moore. También en la actualidad nos encontramos con mayor diversidad de miembros, ya que entre éstos puede haber pequeñas entidades de valores que prestan servicios a una clientela local, y grandes entidades. Y entre éstas, a su vez, existe gran diferencia de intereses entre aquéllas que sólo prestan servicios de mediación de valores (*brokers*) y aquéllas que cuentan con una cartera de clientes amplia y desarrollan un conjunto diverso de actividades, incluso de ámbito internacional.

Las bolsas podrían considerar la posibilidad de admitir nuevos miembros como una forma de romper una inercia en las decisiones empresariales. En este caso, puede producirse un problema de horizonte: los miembros ya establecidos pueden ser reacios a aceptar planes de inversión que reduzcan sus rentas actuales si los beneficios pueden generarse en un horizonte más lejano que su propia existencia como miembro. Se evitaría este problema si la entrada de nuevos miembros no fuera gratuita, sino que su coste reflejara la valoración de la Bolsa.

De todos modos, la estructura cooperativista plantea otros problemas que no se reducen simplemente con la apertura del accionariado, como pueden ser las políticas de fijación de precios por encima de los costes (17) o los problemas de agencia en la relación de los miembros con el gestor, al cual se le demanda la maximización de la renta del accionista mediano y no la maximización del beneficio.

Por otro lado, la apertura de la propiedad a nuevos accionistas que no sean miembros plantea también problemas, al formar dos grupos de accionistas (los miembros y los no miembros) con intereses diferentes. Di Noia (1998b) investiga si hay efectos perversos por la existencia de entidades con doble capacidad respecto a la empresa: es el caso en que puedan existir clientes (miembros) que sean accionistas, aunque no todos los clientes lo sean, y también que haya accionistas no clientes. En una situación así aparecen conflictos de interés en la política de precios, en las decisiones de inversión y en la capacidad de las bolsas de autorregularse. Hay tres factores que considerar en este caso: 1) la curva de demanda de los clientes, que puede ser inelástica al precio o descendiente; 2) el peso de los clientes-accionistas sobre el conjunto de los clientes, y 3) el peso de los clientes-accionistas sobre el conjunto del capital.

En ambas situaciones de demanda, la situación monopolista de la empresa es la que produce mejores resultados. Si la demanda es inelástica y los clientes-accionistas tienen un peso en la empresa superior a lo que representan en el conjunto de los clientes, tenderán a fijar el precio al nivel del monopolio. En otro caso, tenderán a fijar un precio incluso inferior al coste marginal, de forma que perjudican al resto de accionistas normales. En el caso de demanda inelástica tampoco se verían afectados los resultados de la empresa por una competencia creciente, a menos que los nuevos participantes fijaran un precio inferior al coste marginal de la empresa establecida. En el caso en que la demanda fuera descendiente respecto al precio, la situación sería dife-

rente. Para empezar, nunca se pondrá un precio al nivel de monopolio. Los accionistas minoritarios recibirán menores beneficios si los precios son fijados por los clientes, independientemente de su proporción sobre el capital o sobre el conjunto de clientes. Si su proporción sobre el capital es superior a su peso en el conjunto de clientes, la empresa fijaría los precios en un nivel superior al coste marginal, pero si la proporción de los clientes-accionistas en el capital fuera similar a su proporción en el conjunto de clientes, la empresa monopolista fijaría su precio de forma eficiente, igualándolo al coste marginal. En el tercer caso, con una proporción sobre el capital inferior a la proporción sobre los clientes, el precio tenderá a cero. De su análisis, Di Noia obtiene conclusiones sobre la posible decisión de las empresas bursátiles que tienen accionistas-clientes de salir a cotizar públicamente en Bolsa, ya que los accionistas normales obtienen distinto grado de beneficio según sea el peso y la política de los accionistas-clientes y, por tanto, el valor de la empresa o cotización de las acciones puede no reflejar la política de precios de la empresa bursátil. Según esta autora, lo conveniente sería o una colocación de las bolsas del total de su capital entre inversores no clientes, o la apertura del accionariado a intermediarios, permitiéndoles participar en el capital en la misma proporción que su volumen de negociación.

Otra preocupación adicional que se plantea por la desmutualización, o más aún por la apertura al público en general de la propiedad de las bolsas, se refiere a su capacidad de autorregulación. En una situación en la cual las bolsas sean organizaciones mutualistas no involucradas en la consecución de beneficios, parece que la credibilidad de las mismas es mayor en la realización de tareas regulatorias, como son el análisis de la calidad de la información societaria o el seguimiento de la actividad del mercado para impedir abusos o manipulaciones de precios. El cambio de su estructura, dejando de ser instituciones públicas, o dejando incluso de tener un régimen cooperativista, puede minorar su capacidad para seguir desarrollando estas actividades con la misma efectividad. Parece que una institución que no busque el beneficio disfruta de una mayor credibilidad de que persigue el interés público y, por tanto, supone un riesgo que el cambio hacia una organización que busque el beneficio pueda socavar la confianza del público (Karmel, 2000). Sin embargo, esto no tiene por qué ser así. En la medida en que una Bolsa ofrezca servicios de calidad, puede poner el énfasis en la capacidad y seriedad en la garantía de la integridad del mercado (en la información y en la negociación).

VIII. ESPECULANDO SOBRE EL FUTURO DE LOS MERCADOS EUROPEOS

El futuro de los mercados europeos está aún por definir. Como señaló en un discurso el actual presidente del Banco Central Europeo, Win Duisenberg, toma tiempo el que las bolsas europeas acepten que tendrán que operar conjuntamente o desaparecer.

Existen diversas fuerzas comunes en todos los países europeos que impulsan hacia una consolidación de los mercados nacionales actualmente existentes. Las familias cada vez colocan mayor parte de su ahorro en valores de renta variable. Dicha tendencia puede ser el reflejo de una mayor cultura financiera, pero también puede ser consecuencia de la demanda de una mayor rentabilidad para garantizar rentas futuras en previsión de una reducción de la cobertura del Estado del bienestar. Los intermediarios, en competencia por ganar cuota en el mercado europeo de servicios financieros, cada vez ofrecen mayor gama de valores extranjeros a los ahorradores nacionales. Por último, las empresas también están buscando una dimensión europea, y ello les está llevando a captar grandes volúmenes de capital mediante la colocación de valores simultáneamente entre diversos países europeos.

Los flujos transfronterizos de capital son libres entre los países de la Unión Europea, como también hay libertad de oferta de servicios financieros mediante la obtención del pasaporte europeo (18). Sin embargo, aún existen trabas que dificultan una operativa fluida. Es evidente que la concentración de la negociación de valores, al menos de los principales emisores, en una misma localización, mercado o Bolsa, facilitaría la inversión internacional existente en la actualidad y fomentaría un mayor interés por el mercado europeo; es decir, el mercado sería más líquido y más eficiente. Pero en el artículo se ha señalado la posibilidad de lograr una integración de mercados por otras vías. La tecnología permite el acceso remoto y cabe la alternativa de formar fusiones implícitas, soluciones quizás parciales, pero que requieren menor compromiso societario. Es probable que, además de fusiones horizontales explícitas, como Euronext o iX, se vean nuevas integraciones verticales entre empresas de negociación y empresas tecnológicas. También es probable que cobren un mayor protagonismo los ATS en Europa y aumente el papel de los difusores de información. Todos estos desarrollos contribuirían positivamente a la integración de los mercados, para la cual no es imprescindible la unificación de la negociación en una única Bolsa pan-europea.

Sin embargo, la concentración de la negociación no es el mayor problema que hay que resolver para crear un mercado integrado. En primer lugar, se encuentra la armonización normativa. Aunque la Unión Europea cuenta con un marco legislativo en las directivas, éstas no garantizan un nivel de homogeneidad suficiente. Muchas directivas son de contenidos mínimos y sólo recogen principios básicos, quedando luego a discrecionalidad de los países su desarrollo. Por otra parte, el cuerpo normativo recogido en las directivas es parcial, no cubre todos los aspectos de los mercados de valores. Por último, el proceso de gestación de las directivas es tan lento que su validez muchas veces se reduce por esa circunstancia. Adicionalmente, la construcción de un mercado europeo se encuentra con la dificultad de que, en el ámbito de los valores, la legislación aplicable en cada país puede ser diversa, extensa y además procedente de diferentes autoridades. Como recoge el informe preliminar del Grupo de Sabios, existen aproximadamente 40 organizaciones regulatorias involucradas, lo que parece excesivo para la eficiencia del sistema. La creación de este Grupo de Sabios precisamente supone una piedra inicial en el diagnóstico de los problemas que dificultan la creación de un mercado y en la propuesta de vías para reorganizar el marco normativo europeo.

Una segunda cuestión trascendente para la integración de los mercados europeos se refiere a los servicios de compensación y liquidación de valores. Este tema no se ha analizado en este artículo porque se desvía de su contenido principal, pero parece necesario señalar su importancia. Los intermediarios de valores señalan que la fuente de ahorro de costes mayor vendría de una integración de la compensación y liquidación, ya que, por ejemplo, un inversor norteamericano que invierta en valores en Europa soporta unos costes de compensación y liquidación que son diez veces superiores a los de una operación en su propio mercado. La simplificación de los procesos y el ahorro de costes de una compensación y liquidación unificada superaría cualquier economía de escala que se pudiera tener por una unificación de la negociación. Diversas iniciativas se están produciendo en este terreno que suponen un avance hacia la unificación, aunque aún no involucran a todos los países de la Unión Europea (19).

Muchos cambios están por producirse en los mercados europeos y se puede anticipar un escenario, durante los próximos años, lleno de anuncios de planes y de iniciativas. La situación dentro de cinco años es probable que sea diferente a la que ahora conocemos. Cada vez más bolsas abrirán su accionariado, dejarán el gobierno mutualista y se comportarán

como empresas privadas persiguiendo el beneficio. Se producirán más procesos de acuerdos y alianzas entre mercados nacionales. Es posible que se desarrollen empresas que proporcionen servicios auxiliares de Bolsa y también puede aumentar la presencia de sistemas alternativos de negociación. Todas estas predicciones pueden lindar con la ciencia ficción, pero lo que constituyen es un reto para todos los participantes en los mercados de valores y para los reguladores europeos.

NOTAS

(*) Este artículo refleja con exclusividad el punto de vista de la autora.

(1) Con nombres curiosos, como Pipe, o posibilistas, como Euroquote, Eurolist y Euroalliance.

(2) La Deutsche Börse no aportaba su participación en Clearstream.

(3) Este seguimiento se pone de manifiesto cuando, dentro de los índices bursátiles de carácter nacional, el comportamiento de los valores incluidos en los índices europeos es mucho más alcista que el resto de valores

(4) Alternative Trading Systems (sistemas alternativos de negociación) o Electronic Communication Networks (redes de comunicación electrónica).

(5) Forum of European Securities Commissions, la organización informal que agrupa a las comisiones de valores de los países de la Unión Europea.

(6) La Bolsa alemana, Deutsche Börse, tiene tres divisiones dedicadas a la gestión de los mercados (Xetra, corros y el Neuer Markt), a los productos de información (índices y venta de datos) y a servicios empresariales. Además, posee el 50 por 100 de la empresa de custodia, compensación y liquidación Clearstream (otro 50 por 100, Cedel), el 50 por 100 del mercado de derivados Eurex (el otro 50 por 100 swx, Bolsa suiza) y el 100 por 100 de la empresa de tecnología Deutsche Börse Systems.

(7) Se produce una Ley de Gresham, según la cual se deterioraría la calidad del mercado porque los inversores informados desplazan a los no informados, lo cual puede resultar en mayores precios o en diferenciales de compra-venta más amplios.

(8) Por otra parte, esta política también podría verse como un mecanismo defensivo, al impedir o dificultar que los no miembros utilicen la información de los precios que se han cruzado en ese mercado para negociar "fuera de mercado".

(9) Esta postura considera que las señales que el mercado envía sobre los valores podrían ser válidas, a pesar de que la negociación haya sido fragmentada en diferentes mercados, si se articula un mecanismo centralizado de información de las operaciones realizadas. Sin embargo, el hecho de que los precios que se comunican sean los resultantes de las operaciones, o las operaciones que se comunican sean netas, reduce el contenido informativo de los precios.

(10) Que sólo podría impedirse por el comportamiento obstrutivo de un intermediario que participara en "todos" los mercados.

(11) Sin embargo, esta situación simplemente puede reflejar que el coste conjunto de operar a través de un mercado organizado (in-

cluyendo varios conceptos, aparte de la obligación de transparencia) es demasiado elevado respecto al producto que se ofrece.

(12) Si la pérdida de volumen de operaciones canalizadas por los mercados organizados fuese elevada, continuada y generalizada entre todos los participantes, se podría sospechar que se está produciendo dicha situación. Sin embargo, si el escape del mercado se concentra en grandes inversores, parece que predomina el argumento de búsqueda de rentas por explotación de asimetrías informativas.

(13) Aglutinados en la publicación del Banco Internacional de Pagos de Basilea bajo el nombre de *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*, mayo 1999.

(14) Estas externalidades se presentan claramente en industrias que tienen la forma de red, como pueden ser las telecomunicaciones o la red eléctrica. Según destaca Di Noia (1998a), las bolsas pueden verse como redes de comunicación que tienen establecidas reglas sobre los mensajes que pueden enviarse y cómo esos mensajes se pueden trasladar a órdenes de ejecución.

(15) La contienda también afecta a las entidades oferentes de servicios de compensación y liquidación, aunque en este caso, en el ámbito europeo, las distintas alternativas en discusión suponen acuerdos de colaboración o de fusión entre entidades nacionales y supranacionales como son Euroclear y Cedel.

(16) Esta homogeneización, sin embargo, puede tener costes sociales al reducirse la diversidad de sistemas que podrían cubrir necesidades diferentes de inversores diferentes.

(17) Di NOIA (1998b), sin embargo, demuestra que una empresa monopolista controlada por los clientes es eficiente (el precio iguala el coste marginal), siempre y cuando la proporción del capital poseído por los clientes-accionistas sea igual a su proporción sobre el número total de clientes.

(18) No hay pasaporte europeo para los mercados organizados, pero existe la posibilidad de que éstos tengan miembros remotos.

(19) Los sistemas de compensación y liquidación internacionales Euroclear y Cedel lideran dos proyectos de integración europea a los cuales se van adhiriendo distintos países. Cedel y la Deutsche Clearing formaron Clearstream. Por su parte, Euroclear se ha integrado en el proyecto Euronext y se ha integrado con los depositarios frances, belga y holandés; asimismo, ha establecido vínculos con Clearnet, sociedad francesa de compensación de valores. Además, los depositarios nacionales y Clearstream van realizando conexiones entre sí.

BIBLIOGRAFÍA

- ALLEN, Franklin, y SANTOMERO, Anthony M. (1996), "The theory of financial intermediation", Wharton Financial Institution Center. *Discussion Paper*, nº 32.
- BANCO INTERNACIONAL DE PAGOS DE BASILEA (1999), *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*, mayo.
- BENOS, Alexandros (1995), *Structure and future of European Financial Markets*, 4th Annual Meeting of the European Financial Management Association, junio, Londres, Conferencia "The Competition for Order Flow", University of Memphis and NASDAQ, 26-27 de octubre, Memphis, 4th annual symposium on theory and practice in the financial markets, Kaohsiung, 16-17 de diciembre, Taiwan.
- BENOS, Alexandros, y CROUHY, Michael (1996), "Changes in the Structure and dynamics of European Securities Markets", *Financial Analysts Journal*, vol. 52, nº 3 mayo-junio, págs. 37-50.
- BUSINESS WEEK (1997), *Faster, cheaper, bigger: revolution in the bourses*, 29 de septiembre.
- COMUNIDAD EUROPEA (1993), Directiva 93/22/CEE del Consejo sobre servicios de inversión.
- CYBO OTTONE, A. (1997), "Strategia e struttura dei mercati organizzati per le contrattazione di valori mobiliari", *Bancaria*, nº 3.
- DI NOIA, Carmine (1998a), *Competition and Integration among Stock Exchange in Europe: Network effects, Implicit mergers and Remote Access*, The Wharton School, 8 de febrero.
- (1998b), *Customer-Controlled Firms: the case of Stock-Exchanges*, 6 de mayo, mimeo.
- DOMOWITZ, Ian (1995), "Electronic derivatives exchanges: implicit mergers, network externalities and standardization", *Quarterly Review of Economics and Finance*, pág. 163.
- (1998) "An exchange is many splendored thing: the classification and regulation of automated trading systems", Brookings-Wharton, *Papers on Financial Services*, págs. 93-123
- DOMOWITZ, Ian, y STEIL, Benn (1999), "Automation, trading costs, and the structure of the securities trading industry", Brooking-Wharton, *Papers on Financial Services*, págs. 33-92.
- ECONOMIDES, Nicholas (1993), "Network economics with application to finance", *Financial Markets. Institutions & Instruments*, vol. 2, número 5, diciembre, págs. 89-97.
- (1996), "The Economics of Networks", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 14, nº 2, marzo.
- EUROMONEY (1999), "Redefining exchanges", diciembre.
- FESCO (1999), *Standards for regulated markets under the ISD*, diciembre.
- FRANKEL, Jeffrey A. (1995), *The integration of secondary equity markets in Europe, and the Barriers posed by separate currencies*.
- GROSSMAN, Sanford J., y HART, Oliver D. (1986), "The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration", *Journal of Political Economy*, vol. 94, nº 4.
- HAGERTY, Kathleen, y McDONALD, Robert (1996), "Brokerage, market fragmentation and securities market regulation", en LO, Andrew W., *The industrial organization and regulation of the securities industry. A National Bureau of Economic Research Conference Report*.
- HART, Oliver, y MOORE, John (1990), "Property rights and nature of the firm", *Journal of Political Economy*, vol. 98, nº 6.
- (1996), "The Governance of exchanges: Members' cooperatives versus outside ownership", *Oxford Review of Economic Policy*, volumen 12, nº 4.
- HONG, Harrison, y RADY, Sven (2000), "Strategic trading and learning about liquidity", *Discussion Paper*, nº 2416, Centre for Economic Policy Research, abril.
- KARMEL, S. (2000), "Demutualization-implications for the regulation and governance of securities exchanges", IOSCO, *25th Annual Conference*, mayo.
- LEE, Ruben (1998), *What is an exchange?*, Oxford University Press.
- LEVITT, Arthur (2000), *Preserving and strengthening the National Market System for Securities in the United States*, Speech, 8 de mayo.
- MACEY, Jonathan, y KANDA, Hideki (1999), "The Stock Exchange as a firm: The emergence of close substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges", *Cornell Law Review*, vol. 75, páginas 1007-1052.

- MACEY, Jonathan, y O'HARA, Maureen (1999), "Globalization, Exchange Governance and the future of Exchanges", *Brookings-Wharton, Papers on Financial Services*, págs. 1-32.
- MARTIN, Philippe, y REY, Hélène (1999), "Financial Super-markets: Size matters for asset trade". *Discussion Paper*, nº 2232, Center for Economic Policy Research, septiembre.
- MCNISH, Thomas, y WOOD, Robert (1996), "Competition, fragmentation and market quality", en LO, Andrew W., *The industrial organization and regulation of the securities industry, A National Bureau of Economic Research Conference Report*.
- MITTOO, Usha R. (1992), "Additional Evidence on Integration in the Canadian Stock Market", *The Journal of Finance*, vol. XLVII, nº 5, diciembre.
- NAZARETH, Annette L. (1999), *The Consumer and Investor Access to information act of 1999*, 30 de junio.
- OBSTFELD, Maurice (1998), "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", *Working Paper*, nº 6559, National Bureau of Economic Research, Inc.
- ONTARIO SECURITIES COMMISSION (2000), *Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization*, mayo.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1997), "La piazza finanziaria italiana: la sfida della privatizzazione", *Bulletino Economico della Banca d'Italia*, nº 2.
- PAGANO, Marco (1998), "The changing Microstructure of European Equity markets", en *The European Security Markets: The Investment Services Directive and beyond*, Guido Ferranini Kluwer Law International.
- SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (2000), *Notice of filing of proposed rule change to rescind exchange rule 390, Commission request for comment on issues relating to market fragmentation*, 23 de febrero.
- THE ECONOMIST (1998), *Capitals of capital*, 9 de mayo.
- UNGER, Laura S. (1999a), *Regulation of US Equity Markets: Implications for innovation, competition & efficiency*, Securities Exchange Commission, 17 de marzo.
- (1999b), *The effect of technology on the Capital Markets*, Securities Exchange Commission.
- WALMSLEY, Julian, y SCOTT-QUINN, Brian (1999), "The likely development of European capital markets under EMU", *The Business School for Financial Markets*, 31 de julio.
- WALTER, Ingo (1998), "Globalization of markets and financial center competition", *Working Paper series s-98-31*, New York University.
- WILTON PARK CONFERENCE (1999), *Regulating Europe's Financial Markets*, noviembre.

**ANEXO I
CUADROS**

**CUADRO A.1
MERCADOS Y SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN EN EUROPA**

PAÍS	BOLSAS CONTADO	NUEVOS MERCADOS	DERIVADOS	OTROS MERCADOS	COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN
Alemania	DB Francfort Xetra Regionales Berlín Bremen Duseldorf Hamburgo Hanover Munich Stuttgart	Neuer Markt	Eurex Hanover (comp.) EEX		Clearstream
Francia	Paris Bourse	Nouveau Marché	Monep Matif		Clearnet (comp.) Sicovam (liq.)
Italia	Borsa italiana	Nuovo Mercato	IDEM MIF	MTS	Monte Titoli Fuf.&Opt. Clearing H. Banco de Italia
Reino Unido	Bolsa de Londres Tradepoint Baltic Exchange	AIM TechMark	LIFFE London Metal OM London Intnal. Petroleum Pulpex	Euromts	LCH Crest
Holanda	AEX	Nuevo Mercado	AEX-Opts.	Euromts	Negicef
Bélgica	Bolsa de Bruselas	Nuevo Mercado EASDAQ	Belfox	Euromts	CIK
Grecia	Bolsa de Atenas	Paralelo			CSD
Portugal	Bolsa de Lisboa		BDP	Euromts	Interbolsa
Suecia	OM Estocolmo	OTC List O-List	OM Estocolmo		VCP
Austria	Bolsa de Viena	G.F. (*)	OTOB		OeKB
Dinamarca	Bolsa de Copenhague		Futop		VP
Finlandia	Bolsa de Helsinki	I List Nuevo Mercado	Bolsa de Helsinki		FCSD Helsinki Sec.&Deriv.(**)
Irlanda	Bolsa irlandesa	Exploration Mkt. Develop. Cos. Mkt.			Crest
Luxemburgo	Bolsa de Luxemburgo				Clearstream
España	Bolsa de Madrid Bolsa de Barcelona Bolsa de Valencia Bolsa de Bilbao	Nuevo Mercado	MEFF FC&M	D. pública AIAF Latibex	SCLV CADE SCL bolsas

(*) Gereelter Freiverkehr.

(**) Helsinki Securities and Derivatives Exchanges, Clearing House Ltd.

CUADRO A.2

BOLSAS CONTADO	EMPRESAS LISTADAS	TAMAÑO MEDIO EMPRESA (Millones de dólares)	CAPITALIZACIÓN (Millones de dólares)
Bolsa alemana.....	953	1.490	1.420.293
París.....	1.179	1.337	1.576.741
Italia	647	1.190	769.888
Londres	2.875	981	2.819.615
Amsterdam	390	1.720	670.652
Bruselas.....	262	637	166.923
Atenas	299	375	112.192
Lisboa	147	456	67.085
Estocolmo	310	1.362	422.117
Viena	109	263	28.640
Copenhague	237	473	112.106
Helsinki	157	1.918	301.118
Irlanda	168	429	72.113
Luxemburgo	274	169	46.313
Bolsa de Madrid	940	645	606.037
Bolsa de Barcelona.....	553	1.026	567.495
Bolsa de Bilbao.....	310	1.639	508.197
Bolsa de Valencia.....	438	889	389.584
<i>Pro Memoria:</i>			
Suiza	414	1.773	733.872
NYSE	2.489	4.723.1.187	11.754.333
NASDAQ	4.902		5.820.321

Nota: Tipo de cambio a 31/08 (1 dólar = 1,1112).

Fuente: FIBV, y Datos básicos bolsas españolas, 1999. Datos referidos al cierre de agosto de 2000 en dólares americanos, excepto bolsas españolas a 31/12.99.

CUADRO A.3

BOLSAS CONTADO	NEGOCIACIÓN 2000 (*)	NEGOCIACIÓN 1999 (*)	TAMAÑO MEDIO OPERACIÓN 1999 (**)	TAMAÑO MEDIO OPERACIÓN 1998 (**)
Bolsa alemana (1)	193.830	129.289	21.100	28.800
París (1)	87.982	64.173	13.100	13.100
Italia (1)	90.846	44.954	18.500	19.400
Londres (2)	454.024	283.279	199.900	214.500
Amsterdam(1)	55.738	39.261	61.700	67.800
Bruselas (1)	3.649	4.883	17.200	17.900
Atenas (1)	9.512	15.773	7.900	6.700
Lisboa (1).....	5.039	3.358	16.400	21.100
Estocolmo (2)	40.999	26.140	37.200	35.800
Viena (1).....	841	1.061	23.300	n.d.
Copenhague (2)	8.300	5.317	52.300	59.000
Helsinki(1)	17.495	9.158	33.900	26.900
Irlanda(1)	2.686	3.968	129.400	124.200
Luxemburgo(1)	167	117	27.400	29.600
Bolsa española (1)	38.892	25.481	27.478	24.336
<i>Pro Memoria:</i>				
Suiza	52.597	46.825	74.000	86.500
NYSE	921.463	745.434	52.900	53.900
NASDAQ.....	1.707.319	872.218	36.000	27.900

Notas: (*) Negociación promedios mensuales en millones de dólares. Año 2000, enero-agosto.

(**) Tamaño medio de operación en dólares. Bolsa española referida al SIBE.

(1) *Trading system view.*

(2) *Regulated environment view.*

Fuente: FIBV, e Informe mensual de Mercados de Valores de la CNMV.

CUADRO A.4

BOLSAS CONTADO	NÚMERO DE MIEMBROS	MIEMBROS REMOTOS
Bolsa alemana	453	156
París	80	n.d.
Italia	115	6
Londres	267	1
Amsterdam	153	78
Bruselas	64	5
Atenas	84	n.d.
Lisboa	56	n.d.
Estocolmo	57	25
Viena	66	12
Copenhague	34	9
Helsinki	28	8
Irlanda	15	3
Luxemburgo	106	41
Bolsa de Madrid	45	
Bolsa de Barcelona	27	
Bolsa de Bilbao	8	
Bolsa de Valencia	14	
<i>Pro Memoria:</i>		
NYSE	444	
NASDAQ	5.611	

Notas: (1) Miembros remotos: se han considerado como tales los que no tienen sede en el país.

(2) n.d.: datos no disponibles.

(3) 1999.

Fuente: Bolsas (listas de miembros) y datos en webs de mercados.

**CUADRO A.5
ÍNDICES PAN-EUROPEOS. COMPOSICIÓN POR PAÍSES**

PAÍS	EUROTOP-300		EUROTOP-100		EUROTOXX-50		DJ-STOXX	
	Número de empresas	Peso (porcentaje)						
Alemania	27	11,3	17	13,2	12	21,0	60	9,7
Austria	1	0,1					3	0,1
Bélgica	10	1,4			1	0,9	12	0,9
Dinamarca.....	6	0,8					11	0,8
España	11	4,2	5	4,7	5	11,0	25	4,4
Finlandia	6	3,4	2	4,3	1	9,5	10	3,8
Francia	40	15,2	18	16,5	17	31,8	80	14,1
Grecia	6	0,5					12	0,7
Holanda.....	18	8,2	8	8,6	8	18,5	43	8,2
Irlanda	5	0,7					10	0,8
Italia.....	26	7,0	10	6,4	6	7,2	55	5,3
Noruega	1	0,1					8	0,3
Portugal.....	3	0,4					10	0,6
Reino Unido	105	34,0	29	33,0			193	37,0
Suecia	25	4,2	3	3,2			31	4,1
Suiza	20	8,6	10	10,0			40	9,2
Total	310	100,0	102	100,0	50	100,0	603	100,0

Fuente: FT y Stoxx (hojas webb de internet).

CUADRO A.6
ACUERDOS, ALIANZAS Y FUSIONES ENTRE MERCADOS: 1999-2000

ACUERDOS COMERCIALES Y DE ACCESO MUTUO

<ul style="list-style-type: none"> • Acuerdos bilaterales • Euroglobex • Alianza Globex 	<ul style="list-style-type: none"> • Acuerdos de comercialización • Bolsa de París-Bolsa suiza • ParisBourse, MIF (Bolsa Italiana), Mercado de Derivados de Oporto y MEFF. • Chicago Mercantile Exchange (USA), BM&F (Brasil), ParisBoursesSBF (Francia), SGX (Singapur), Montreal Exchange (Canadá) y MEFF (España). 	<ul style="list-style-type: none"> • Derivados. Diversos acuerdos. En España, acceso a través de MEFF a la negociación en productos Eurex y Euroglobex. • Facilidades acceso condición de miembro (a solicitud, no generalizado). • Derivados. Acceso a productos negociados en los mercados miembros. • Derivados. Acceso mutuo miembros (generalizado) y compensación cruzada de garantías. Proyecto: armonización normas y prácticas contratación.
--	---	---

ALIANZAS

<ul style="list-style-type: none"> • Alianza europea de ocho bolsas • Global Equity Market (GEM) • Bolsas nórdicas (Norex) • Euro-NM • Newex • Eurex • Virtual-x 	<ul style="list-style-type: none"> • Francfort, París, Londres, Bruselas, Amsterdam, Milán, Zurich y Madrid. • Euronext, NYSE, Tokio, Hong Kong, Sydney, México, Sao Paulo y Toronto. • Bolsa OM Estocolmo, Bolsa de Copenhague y Bolsa de Islandia. • Bolsas alemana, francesa, holandesa, belga e italiana. • Bolsa alemana y Bolsa de Viena • Bolsas alemana y suiza. • Bolsa Suiza y Tradepoint. 	<ul style="list-style-type: none"> • Proyecto oficialmente en vigor (desde 1998). Estancado en la actualidad. • Proyecto (junio 2000): libro de órdenes electrónico común para <i>blue chips</i>. Mercado 24 horas. Inicio previsto: otoño 2000. • Plataforma común de negociación. En funcionamiento desde 1998. Probable incorporación de Bolsa de Oslo y bolsas bálticas. • Nuevos mercados. Proyecto: plataforma común de negociación. Situación actual: desarrollo de actividades de promoción y difusión de información comunes. • Mercado para valores de Europa Central y del Este (año 2000). • Mercado de derivados. En funcionamiento desde 1997. • Plataforma de negociación electrónica para <i>blue chips</i> europeos (inicio 1er. trimestre 2001).
---	---	---

FUSIONES

<ul style="list-style-type: none"> • Euronext • iX 	<ul style="list-style-type: none"> • Bolsas de París, Amsterdam y Bruselas. • Bolsas de Londres y Francfort. 	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Holding</i> domiciliado en Amsterdam. Mercados: principal contado en París, Nuevo Mercado en Bruselas y derivados en Amsterdam. Efectiva desde septiembre 2000. • Anunciada en mayo 2000 y descartada en septiembre 2000.
--	--	---

ANEXO II RECUADROS

1. El mercado Norex

- Alianza: Estocolmo (grupo OM), Copenague, Oslo y Reijavik
- Inicio junio 1997-funciona junio 1999.
- Gestión servicios comunes: joint venture Nordic Exchanges
- Objetivo: crear un mercado común
 - sistema electrónico de Estocolmo
 - acciones de Estocolmo y Copenague (condiciones nacionales)
 - miembros de ambos mercados
 - armonización normas
 - liquidación depositarios centrales de ambos países (conectados)
 - índice propio: Norex-30: empresas nórdicas más líquidas
- Planes:
 - incorporación Islandia, Noruega, Bálticos
 - misma plataforma: derivados y bonos
- Promotor: OM-1998 integra mercados (contado, derivados, liquidación)

2. Euro.NM

- Red de mercados de alto crecimiento:
 - Alemania, Bélgica, Francia, Holanda, Italia,
 - (Suecia, Suiza, Copenague, Oslo y Helsinki)
- Inicio 1997-1998 (Italia, 1999)
- Administrados por subsidiarias de bolsas nacionales
- Acceso común a información y a negociación
- Cooperación en :
 - armonización normas funcionamiento: admisión, información al mercado, normas sobre miembros, creadores, negociación
 - interconexión de mercados-miembros comunes
 - marketing: información y comercialización (web)
- No hay plataforma común de negociación
- Crecimiento en 2000 por empresas Internet

3. EUREX

- Anuncio finales 1996-funcionamiento septiembre 1998
- Fusión de los mercados alemán (DTB y suizo SOFFEX)
- Propiedad 50 por 100-50 por 100
- Plataforma única de negociación electrónica y liquidación
- Miembros propios: 416 miembros (188 remotos) en 1999
- Primer mercado mundial (superior en tamaño al mercado EE.UU.)
- Desplaza a mercados nacionales de países de la Unión Europea y a Liffe
- Contratación sobre:
 - contratos sobre índices europeos (DAX, SMI, EuroStoxx)
 - contratos sobre bonos a largo plazo

4. El proyecto Euronext

El proyecto supone la creación de tres mercados pan-europeos: un mercado para la cotización de acciones, localizado en París; un mercado para productos derivados, localizado en Amsterdam, y un mercado para empresas en crecimiento, localizado en Bruselas. La sociedad ofrece servicios de negociación, admisión a cotización y difusión de información, y los productos negociados incluirán bonos, acciones, derivados y materias primas (*comodities*).

Las empresas que pasan a cotizar en Euronext ascienden a 1.861, con una capitalización de mercado de 2.691 miles de millones de euros.

Elementos del acuerdo

- Plataforma de negociación común, por órdenes, basada en el sistema francés NSC (que ya se ha instalado en 17 bolsas).
- Contrapartida central y servicios de compensación de Clearnet, SA
- Acceso a los servicios de custodia y liquidación unificados de Euroclear.

Segmentación de mercados

El mercado de acciones tendrá tres segmentos:

- Grandes empresas (con sus índices Euronext 100 y Next 50)
- Valores de alta tecnología (Next Economy)
- Sectores tradicionales (M Prime)

Marco regulatorio

- Empresas permanecen cotizadas en sus respectivos mercados
- Acciones cotizan en una plataforma integrada
- Requisitos para admisión a cotización serán armonizados
- Normas sobre negociación serán únicas

5. El mercado iX

El objetivo era constituir el principal mercado en Europa. Sus empresas supondrían una capitalización de mercado de 4.411 millones de euros, frente a 2.700 millones de Euronext.

Algunos términos del acuerdo

- Reglas comunes de negociación
- Negociación en euros y en libras
- Tecnología Xetra, del mercado alemán
- Compensación y liquidación separada: acuerdos con Crest y Clearstream
- NASDAQ: posible acuerdo para desarrollar mercado de empresas tecnológicas

Marco regulatorio

- Regulación: del país del mercado
- Empresas de otros mercados que migren a iX – validez de admisión a cotización

Cuestiones problemáticas

- Valoración 50 por 100-50 por 100: la Bolsa de Londres valora su tamaño y prestigio y la Deutsche Börse valora sus beneficios (el doble que Londres)
- Tecnología: la adopción del sistema Xetra supone un gasto adicional a los miembros de la Bolsa de Londres. La compensación recogida en el acuerdo (30.000 £ por miembro) es mínima.
- Regulación: la homogeneización puede hacerla más laxa que la actual de la Bolsa de Londres
- Gestión: temor a un control alemán, ya que sus accionistas (bancos) poseen participaciones superiores a los accionistas ingleses y pueden votar en bloque.
- Liquidación y compensación: representan el coste principal de la negociación transfronteriza, y no es parte del acuerdo.

6. El Comité de Sabios

El Comité de Sabios se constituyó por mandato del ECOFIN el 17 de julio del año 2000. En esa reunión, los ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea (UE) vieron la necesidad de que se formara un comité de expertos independientes que pudiera asesorar a la Comisión sobre la forma de abordar la tarea de construir un mercado financiero integrado. Se le pidió que presentara un informe inicial a principios de noviembre de 2000. El informe final se deberá presentar en el primer semestre del año 2001.

El Comité está formado por Alexandre Lamfalussy (Presidente), Cornelius Herkströter, Luis Ángel Rojo, Bengt Rydén, Luigi Spaventa, Norbert Walter y Nigel Wicks.

El Comité tiene el objetivo de buscar soluciones prácticas para poder avanzar en las áreas identificadas como prioritarias por el Plan de Acción para los Servicios Financieros, plan establecido por el ECOFIN para acelerar la construcción del mercado financiero único. En concreto, en el mandato se ha pedido al Comité que:

1. Analice el grado de implantación de la regulación de los mercados de valores en la Unión Europea.
2. Analice cómo el mecanismo de regulación de los mercados de valores en la Unión Europea podría responder mejor a los cambios que se están produciendo en los mercados (por ejemplo, las alianzas entre bolsas o el desarrollo de ATS).
3. Proponga vías de modificación de las prácticas actuales en la regulación para conseguir una mayor convergencia y cooperación en su aplicación.

El Informe Inicial del Comité de Sabios sobre la regulación de los mercados de valores

Su primer informe pasa revista a los desarrollos que se están produciendo en los mercados de valores, realiza un diagnóstico de la situación de la regulación europea y, en sus conclusiones, incluye propuestas para acelerar el cumplimiento del Plan de Acción y para hacer más efectivo el sistema de regulación europeo referente a los mercados de valores.

Las deficiencias que, en su criterio, se observan en la regulación europea se refieren a que el actual marco regulatorio de la Unión Europea es limitado e insuficiente. Se basa en la armonización mínima de normas y el reconocimiento mutuo de competencias entre los estados, pero no hay un marco para la supervisión unificada, la cooperación necesaria para tratar temas de operativa transfronteriza está recogida superficialmente y no están definidos a escala europea los poderes para investigación y sanción.

Además, consideran que el propio marco institucional normativo plantea dificultades en su funcionamiento que se traduce muchas veces en lentitud en la adopción de la legislación, en textos ambiguos (o con un grado de armonización mínima) en las directivas por búsqueda de consenso y retrasos en la transposición de las directivas a legislación nacional. Además, hay temas no tratados y textos obsoletos, y no se cuenta con un mecanismo rápido para poner al día las directivas. Por último, las obligaciones de cooperación y los procedimientos para compartir información no parecen suficientes y, en su opinión, no aseguran un resultado predecible en el cumplimiento de la normativa.

El punto más desarrollado de sus conclusiones se dedica a la reforma del sistema de regulación europeo, para el que se propone un cambio substancial, aunque siempre bajo el respeto a los procesos democráticos, tanto a escala nacional como en el ámbito de la UE, y a la actual estructura de los Tratados de la Unión Europea, al mantenimiento del actual equilibrio institucional en la Unión Europea, y basándose en los principios de proporcionalidad y subsidiariedad. Su propuesta es que la elaboración y aplicación de la regulación comunitaria se escalone en cuatro niveles:

- *Nivel 1:* Los principios de regulación pueden ser adoptados al máximo nivel de la Unión Europea, siguiendo sus procedimientos habituales, pero, cuando sea posible utilizando un procedimiento de "vía rápida" que ya existe. Además sugieren la sustitución de las directivas por "regulaciones", que entran en vigor una vez aprobadas por el Consejo y el Parlamento, sin necesidad de que sean transpuestas a normas nacionales.
- *Nivel 2:* La aplicación de los principios del nivel 1 podría realizarse en el ámbito de la UE mediante delegación del Consejo en un Comité de Valores, que estaría integrado por representantes de la Comisión europea y de los estados miembros. Estas normas técnicas formarían parte del derecho comunitario y serían vinculantes para los estados miembros. Este Comité de Valores podría apoyarse, a su vez, en un comité integrado por reguladores.
- *Nivel 3:* La aplicación de las normas comunitarias sería responsabilidad de los estados miembros. El Comité de Sabios considera necesario que en este nivel se refuerce la cooperación entre las autoridades nacionales. Una vía podría ser el establecimiento de protocolos conjuntos que garantizasen una interpretación común de las normas. El Comité de Sabios considera deseable que en cada país haya una única autoridad nacional con competencias suficientes y equivalentes.
- *Nivel 4:* Para reforzar la aplicación de la normativa comunitaria, se propone una acción más vigorosa por parte de la Comisión y una mayor cooperación entre los estados miembros y sus reguladores.

El Comité de Sabios considera que el éxito de su propuesta dependerá de la voluntad política de los estados miembros, el Parlamento y la Comisión. En su opinión, este nuevo marco regulatorio podría empezar a funcionar hacia finales del año 2001. En 2004 se podría hacer ya una evaluación del grado de éxito en el cumplimiento de los objetivos propuestos.



Nuevos mercados bursátiles, empresas de internet y capital riesgo

Francisco L. de Vera Santana

I. INTRODUCCIÓN

Este artículo se ocupa de la financiación mediante capital propio de las empresas de alto crecimiento, más concretamente de aquellas que se denominan empresas de internet (*pure-play Net firms*). Para ello se acompañará a la empresa desde la captación de primeros inversores en la forma de capital riesgo, para financiar el desarrollo inicial del negocio, hasta la salida a Bolsa, bien para fortalecer financieramente la empresa con los capitales necesarios para su expansión, bien para que sus fundadores y primeros inversores rentabilicen su esfuerzo empresarial.

En cada una de las fases de financiación que se describen aparecen algunos problemas específicos que merecen ser analizados. En la financiación mediante el capital riesgo, se prestará atención a la relación contractual entre la empresa de capital riesgo y el empresario fundador, en la que nos encontramos con un caso especial de relación principal-agente, y que será analizada a la luz de la teoría de los contratos.

En la financiación mediante el recurso a la cotización bursátil, se prestará atención a los problemas derivados de la salida a Bolsa de empresas con unas características particulares que se adaptan mal a las exigencias que la regulación y los mercados exigen, y se describirán las medidas que han adoptado algunos mercados para resolver estos inconvenientes, lo que ha dado lugar al nacimiento de los nuevos mercados, o mercados para empresas tecnológicas o de alto crecimiento. En particular, se comentarán los problemas de valoración de las empresas de este tipo, el problema de la relación agente-principal y asuntos relacionados con su riesgo y liquidez en el mercado.

Para ello, en el siguiente apartado se definen los

rasgos básicos de las empresas de internet. El apartado III se dedica al capital riesgo. En el apartado IV se contempla la salida a Bolsa. Y en el apartado V se extraen algunas conclusiones. Con en fin de no aburrir al lector con continuas referencias a las normas reguladoras de los distintos mercados a lo largo de la exposición, se acompaña un apéndice con un resumen de ellas.

II. CARACTERÍSTICAS DE LAS EMPRESAS DE ALTO CRECIMIENTO. EL CASO DE LAS EMPRESAS DE INTERNET

Se acepta que para definir una empresa como "de internet" –también conocidas como "punto com"– es necesario que se cumpla que para que la empresa exista es necesario que exista internet, y que sea a través de la red como obtenga la parte fundamental de sus ingresos. O, lo que es lo mismo, que la empresa tiene vinculada su supervivencia a su comportamiento en la red.

Desde el punto de vista que nos ocupa, la característica más relevante de las empresas de internet es su insaciable sed de recursos financieros. Esto no tiene nada de extraño si consideramos el mercado y el modelo de negocio de estas empresas.

Internet es un mercado emergente, en donde las posibilidades de expansión son enormes. Como todo mercado naciente, las empresas que a él concurren pueden aspirar a ocupar posiciones de liderazgo compitiendo por una cuota de mercado de gran tamaño. Puesto que la red se expande –en términos de usuarios y de horas de conexión a la red– a velocidad exponencial, aspirar al menos a mantener ese ritmo obliga a continuos gastos de expansión. A esto hay

que añadir que existe la creencia entre los profesionales del medio de que la red se presta para que se cumpla el modelo "el ganador se lo lleva todo". Esta creencia se encuentra detrás de buena parte de los gastos aparentemente exagerados de muchas de estas compañías.

En segundo lugar, internet se caracteriza por sus bajas barreras de entrada para los competidores. Protegerse frente a ellos, ocupar espacio virtual, atraer a los usuarios y mantenerlos fieles demanda elevados gastos en publicidad y promoción.

En tercer lugar, la fuerte competencia demanda así mismo fuertes inversiones en investigación y desarrollo para ser capaces de ofrecer sitios novedosos, atractivos y eficaces que atraigan el tráfico de los usuarios.

En cuarto lugar, los conocimientos sobre el mercado son relativamente escasos. No sólo se desconoce cómo responderá la demanda a la oferta de bienes y servicios realizada a través de la red, sino que, en buena parte de los casos, tampoco se sabe qué costes son necesarios para satisfacerla y los márgenes que se podrán obtener. Ello sin mencionar el hecho de que en un entorno abierto, como es la red, tampoco es fácil pronosticar el número y fortaleza de los competidores.

Finalmente, una buena parte de las empresas de internet no esperan alcanzar beneficios en el horizonte temporal en el que sus necesidades de efectivo son más acuciantes. No pueden hacer descansar sus planes de expansión en los ingresos que aspiran a obtener.

Unos negocios de estas características, en los que además sus promotores no siempre disponen de garantías suficientes para acudir al crédito bancario, necesitan de inversores dispuestos a asumir altos riesgos. Inversores que, paralelamente, exigirán unas rentabilidades elevadas.

Junto a lo anterior, merece la pena subrayar dos elementos que se han mencionado más arriba. Por una parte, hay que tener presente la enorme inversión (o gasto) en intangibles. La mayor parte del efectivo de estas empresas se consume en publicidad e investigación y desarrollo, llegando en muchas ocasiones a superar al 100 por 100 de los ingresos por ventas. Este hecho no sólo somete a tremenda presión a la tesorería de la empresa, sino que resulta relevante a la hora de determinar el beneficio de ésta y su valoración, toda vez que las normas contables no per-

miten capitalizar fácilmente estos gastos, que para los empresarios del medio tienen la consideración de inversiones.

Por otra parte, para un buen número de las empresas de la red su éxito se está midiendo en términos de tráfico (visitantes del sitio) que es capaz de atraer. Se ha desarrollado un sofisticado arsenal de medidores del tráfico, y unas cuantas empresas consultoras se han especializado en aplicarlos. Los indicadores de tráfico básicamente determinan número de visitantes del sitio, número de páginas vistas, edad y poder adquisitivo de los visitantes, y tiempo de permanencia en el sitio. En definitiva, se trata de una nueva versión de los indicadores de audiencia utilizados para los medios de comunicación. Puesto que las ventas a través de la red siguen siendo relativamente escasas, no resulta extraño que el tráfico se considere una variable indicativa del éxito futuro que un particular sitio pueda tener cuando los consumidores se decidan a pagar por lo que compran en la red, o por la información que se les suministre. En todo caso, hay que advertir que gran parte de los sitios derivan sus ingresos casi exclusivamente de lo que obtienen como portadores de publicidad de terceros, y en este caso sus ingresos son proporcionales al tráfico que consiguen generar.

III. LOS PRIMEROS INVERSORES. EL CAPITAL RIESGO (1)

Una empresa de las características de las descritas necesita dinero y necesita que se lo aporte alguien dispuesto a asumir riesgos. Dado que se trata de empresas de futuro incierto y presente frágil, las fuentes de financiación más convencionales o conservadoras les están vedadas, así que tendrán que optar por emitir bonos de alto rendimiento –también denominados "bonos basura"– o por acudir a una empresa de capital riesgo. La primera opción no siempre está disponible; además de la necesidad de que exista un mercado para esos instrumentos financieros y de que se encuentre en un buen momento para absorber la emisión, es preciso que la empresa tenga el suficiente tamaño (o tenga proyectos inmediatos que desarrollar) para que la emisión sea lo suficientemente grande para cubrir sus costes y resultar a un precio atractivo.

Por eso, la opción más evidente es acudir al capital riesgo. El objeto de las empresas de capital riesgo es proporcionar a las empresas en fase de desarrollo los recursos financieros necesarios para hacer realidad sus proyectos, asumiendo el riesgo de que resulten fallidos, y tomando a cambio una participación en el

capital de una u otra manera. Si el proyecto tiene éxito, la empresa de capital riesgo obtendrá con toda probabilidad una rentabilidad superior a la que paga el mercado por financiar empresas maduras. Si el proyecto falla, la empresa de capital riesgo perderá el total o parte de su inversión. Las empresas de capital riesgo confían en el buen ojo de sus gestores en la selección de inversiones y en su diversificación para atenuar el riesgo en el que incurren.

Las ventajas del capital riesgo para el empresario que acude a él no se limitan a las financieras. También se beneficia de la experiencia de la empresa de capital riesgo en temas tales como la gestión de la empresa, el marketing y la administración de los recursos humanos. Por no mencionar los contactos empresariales que dicha empresa le pueda proporcionar, normalmente más introducida en el mundo mercantil que el nuevo empresario.

Sin embargo, dinero, contactos y ayuda en la administración de la empresa no se le ofrecerán gratis. La empresa de capital riesgo querrá vigilar el uso que se da a sus fondos y el esfuerzo que el empresario pone en alcanzar los objetivos que ha prometido. Sin excluir que, bajo determinadas circunstancias, la empresa de capital riesgo querrá ejercer directamente el control si peligra seriamente el porvenir de la empresa u observa un comportamiento claramente desleal del empresario.

1. Instrumentos contractuales utilizados

Esta especial relación de vigilancia entre la empresa de capital riesgo y el empresario se materializa en un contrato que establece, básicamente, la distribución entre el empresario y la empresa de capital riesgo de los derechos de cada uno sobre el *cash flow* de la compañía, los votos en la junta de accionistas, el nombramiento de los miembros del consejo de administración y el destino de los activos de la compañía en caso de liquidación.

La manera en que se instrumentan estos derechos varía en la práctica, pudiendo tomar la forma de contratos o de instrumentos financieros estructurados, más o menos sofisticados, en los que aquellos se incorporan. Para simplificar la exposición, utilizaremos las acciones preferentes convertibles, que incorporan un sustancial prima sobre el precio de las acciones ordinarias, cualquiera que sea la forma en que éste se calcule.

Las principales "preferencias" que estas acciones incorporan, o que figuran como cláusulas contractuales, son:

Dividendos. La mayoría de las acciones preferentes llevan el derecho a cobrar un dividendo de cuantía fija (porcentaje del capital aportado) con preferencia a las acciones ordinarias. Hay dos tipos de dividendos preferentes. El no acumulativo, que tiene lugar cuando se decide pagar un dividendo, y que cobrará los tenedores de estas acciones antes de que puedan hacerlo los de acciones ordinarias. Y el obligatorio y acumulativo, que obliga a la empresa a pagar un dividendo y que, en caso de no hacerlo, permanece deudor de los titulares de las acciones preferentes, con lo que las acciones preferentes se comportan como bonos.

Liquidación. En caso de liquidación de la compañía, las acciones preferentes tienen el derecho a recibir una cantidad fija de dinero equivalente al efectivo aportado por la empresa de capital riesgo más los dividendos devengados y no cobrados.

Amortización. Existen dos tipos de cláusulas sobre amortización. El derecho de amortización opcional de la compañía, que puede ejercerlo recomprando las acciones a un precio equivalente a su nominal más una prima de amortización, y la amortización obligatoria para la compañía a voluntad del inversor, al que deberá pagar el nominal más una prima. En el primer caso, la compañía podrá forzar a los inversores a convertir sus acciones preferentes en ordinarias o soportar la amortización. En el segundo, los inversores podrán salirse de la compañía si observan que no está a la altura de sus expectativas.

Conversión. Las acciones preferentes son normalmente convertibles en acciones ordinarias a opción del inversor. También pueden contener la cláusula de conversión obligatoria en el caso de salida a Bolsa. En todo caso, la conversión se realiza con prima. Es posible que el contrato contemple, sin embargo, que en caso de salida a Bolsa se proceda a la amortización obligatoria de las acciones preferentes (con lo que los inversores recuperan "su dinero") y que los inversores adquieran acciones ordinarias ejerciendo *warrants* emitidos por la empresa en el momento de la firma del contrato.

Antidilución. Es habitual que las acciones preferentes estén protegidas contra la dilución que producen los *splits* (canje de una acción vieja por varias nuevas sin ampliación de capital), el pago de dividendos con acciones (emisión de acciones liberadas) o la venta de acciones a precios inferiores a los pagados por la empresa de capital riesgo.

Derechos de voto. Normalmente, las acciones preferentes disfrutan de derechos de voto en cuantía

equivalente a las acciones ordinarias en que tienen derecho a convertirse. Además, en la toma de decisiones estratégicas para la empresa, tales como disposición de activos o fusión, suelen incorporar derechos especiales de voto.

Consejo de administración. La empresa de capital riesgo suele tener derecho a nombrar miembros del consejo en una cierta proporción.

Liquidez. En ocasiones, los contratos establecen la obligación para la empresa de salir a Bolsa y hacer líquidas las acciones de la empresa de capital riesgo.

Adicionalmente, las empresas de capital riesgo pueden imponer otras condiciones sobre la gerencia de la empresa de distinta naturaleza, tales como: obligación de suministrar información financiera y empresarial con carácter periódico, no tomar determinadas decisiones sin su consentimiento, derecho preferente de suscripción de acciones y derecho de tanteo en caso de venta de las acciones del empresario.

2. Los problemas de agencia y los mecanismos contractuales

Después del repaso de los derechos más relevantes que se reserva la empresa de capital riesgo al participar en una empresa, bien mediante instrumentos financieros como las acciones preferentes, bien mediante cláusulas contractuales, es necesario preguntarse a qué obedece tal cúmulo de preferencias. La razón no es otra que el conflicto de intereses en que se encuentran las dos partes de la relación: empresa de capital riesgo y empresario, o, si se prefiere, principal y agente. La incertidumbre que el principal tiene sobre el comportamiento del agente da origen a las preferencias y restricciones mencionadas con el propósito fundamental de alinear los intereses de éste con los de aquél.

Así planteado, el problema encaja en la teoría financiera de los contratos y permite un tratamiento sistemático. Los conflictos de intereses relativos a la toma de decisiones por el empresario en perjuicio de los intereses de la empresa de capital riesgo –y que los contratos e instrumentos financieros que derivan de ellos tratan de obviar– son:

- Que el empresario no realice el esfuerzo óptimo.
- Que realice actuaciones que le ofrezcan beneficios privados en vez de ingresos monetarios para la compañía.

- Que dilapide el dinero de la compañía en provecho propio o que se apropie indebidamente de él.
- Que aumente su capacidad negociadora en perjuicio de la empresa de capital riesgo, amenazando con abandonar el proyecto.

Por otra parte, en la medida en que se tenga una mayor incertidumbre sobre la capacidad para evaluar la conducta del empresario, el número y naturaleza de restricciones y preferencias se incrementarán. Pero la capacidad de evaluación depende de dos elementos: la posibilidad de observar los esfuerzos del empresario y la posibilidad de verificar que el esfuerzo realizado se enfoca exclusivamente a alcanzar beneficios monetarios para la empresa. Según el peso otorgado a estos elementos, los autores han elaborado un cierto número de teorías.

La teoría tradicional de principal-agente (Holmstrom, 1979) asume que los esfuerzos del empresario son inobservables por el principal y, por tanto, existe un riesgo implícito de abuso de confianza (conocido habitualmente como *moral hazard*) de imposible superación. La alineación de los intereses de ambos sólo será posible si el empresario tiene suficiente incentivo económico para que se vea compensado por su esfuerzo y si la retribución del principal resulta independiente del esfuerzo realizado. O, dicho en otros términos, si el principal se encuentra protegido de la actuación del agente que le resulte adversa. Bajo un planteamiento de esta naturaleza, la mejor solución es un contrato financiero que otorgue un pago fijo al inversor y haga al empresario poseedor del beneficio residual. Solución que podemos encontrar en las preferencias relativas a dividendos fijos, liquidación y amortización arriba mencionadas. En definitiva, se opta por los derechos que afectan al *cash flow* y a la liquidación de la compañía, y se recurre a los derechos políticos o de control de ésta (votos en la junta de accionistas y consejo de administración) solamente para asegurar la satisfacción de aquéllos y en casos extremos.

Por su parte, las teorías que defienden los mecanismos políticos o de control consideran que el comportamiento del empresario es observable, pero no se puede verificar que lo que se observa es toda la actuación ejecutada. Por lo tanto, si parte de la actuación del agente escapa al conocimiento del principal, éste debe retener el control de las decisiones relevantes para sus intereses. Este enfoque lo aplican Aghion y Bolton (1992) al diseño de instrumentos financieros, para concluir que si el empresario puede

comportarse de forma tal que parte de su esfuerzo se concreta en beneficios privados, el principal debe asegurarse el derecho a tomar el control de la compañía en los supuestos de unos resultados por debajo de los comprometidos. Un instrumento de deuda que transfiera el control a los inversores cuando el empresario no actúa de acuerdo con lo esperado cumpliría con este propósito.

Un desarrollo de este enfoque defensor de los derechos de control –Hart y Moore (1998) y Fluck (1998)– considera que se está ante conductas ni observables ni verificables. Si esa es la situación, nada impide que un empresario immoral pueda incurrir en comportamientos fraudulentos y expropie a los inversores. Bajo este supuesto, la estructura financiera óptima que debe instrumentar el principal es un contrato mediante el cual el empresario esté obligado a pagar una cantidad fija de dinero al inversor, y que éste tenga el derecho a tomar el control y a disponer de la empresa en caso de incumplimiento. En este caso, los derechos de liquidación son esenciales.

En definitiva, en la financiación de empresas mediante capital riesgo, dados los objetivos perseguidos por cada parte, las consideraciones estrictamente financieras (riesgo, rentabilidad, garantías, liquidez) se enriquecen con elementos de gobierno societario (control de las decisiones empresariales). No es de extrañar, por tanto, que los contratos en que se plasma la financiación y los instrumentos financieros que se utilizan puedan presentar una complejidad notable. Complejidad que no los convierten en aptos para ser negociados en un mercado financiero en el que se exige que los valores negociados tengan unas características estándares que admitan su rápida comprensión por el comprador y que puedan ser sometidos a una evaluación comparativa con otros de similar riesgo y naturaleza.

Por ello, cuando la empresa precisa obtener recursos financieros en cuantías importantes, o cuando sus inversores iniciales desean desprenderse de sus participaciones, necesitan recurrir a la emisión de acciones ordinarias y acudir a una Bolsa de valores para ofrecerlas públicamente a los inversores.

IV. LA SALIDA A BOLSA: LA OFERTA PÚBLICA INICIAL

Si bien es cierto que los problemas de conflicto de intereses entre inversores y empresario ocupan la parte central de las relaciones entre ellos, al salir una empresa a Bolsa cambia la naturaleza de las preocu-

paciones del inversor. No es que al inversor le tenga sin cuidado que el empresario se aproveche en beneficio propio y privado de su posición de dominio en las decisiones de la empresa, sino que, puesto que ninguno de los inversores minoritarios tendrá suficiente número de votos para influir en ellas, se conforma con disponer de información sobre la situación de la empresa y sus perspectivas futuras, y con contar con un mercado suficientemente líquido para poder deshacerse de sus acciones cuando no esté conforme con la gestión del empresario (lo que se conoce como “votar con los pies”). O, lo que es lo mismo, la transparencia informativa de la empresa le permitirá evaluar si el riesgo que conlleva su inversión en ella se encuentra adecuadamente compensado por la expectativas de rentabilidad que le brinda.

1. Valoración

Es aquí donde las empresas de internet encuentran las mayores dificultades para satisfacer a los inversores, en el suministro de la información relevante para que se pueda realizar una satisfactoria valoración de las acciones que se ofrecen al mercado. En primer lugar, porque, al tratarse de empresas de reciente creación y poco conocidas por el público, no son capaces de aportar información contable fiable con suficiente antigüedad. En segundo lugar, porque, al tratarse de negocios nuevos en mercados emergentes, no solamente las empresas no generan beneficios, sino que no existen empresas similares, rentables y solventes, con las que realizar comparaciones. En definitiva, que la información que se maneja no es suficiente y que los métodos de evaluación tradicionales no resultan de aplicación inmediata. Esto ha llevado a que los mercados y sus reguladores establezcan reglas especiales relativas a las exigencias informativas y a que los analistas financieros encargados de ayudar a vender las acciones diseñen modelos alternativos de valoración utilizando variables exógenas a la contabilidad.

La desorientación en esta materia es notable. Por ejemplo, Cooper, Dimitrov y Rau (2000) ponen en evidencia el fenómeno de un conjunto de empresas que cambiaron su nombre por otro relacionado con “punto com” y cuyas acciones experimentaron como media una ganancia anormal del 125 por 100 en los diez días siguientes a su anuncio. O el estudio de Schill y Zhou (2000), que señala diversos casos de divisiones segregadas de su empresa matriz y convertidas en subsidiarias cotizadas como empresas de internet cuyos valores de cotización superaron las de la compañía matriz.

A) Los problemas de la información contable

La valoración de empresas se realiza a partir de la contabilidad. O al menos ésa es la forma en la que los estudiosos y los profesionales del mercado lo han venido haciendo. Sin embargo, de un tiempo a esta parte se sostiene por algunos estudiosos y analistas que las valoraciones que el mercado viene adjudicando a las empresas de internet cotizadas no se corresponden con las que resultarían de aplicar métodos de valoración basados en su información contable. Como consecuencia de ello, sostienen que la acumulación de insuficiencias de los modelos tradicionales anuncia que ha llegado el momento de buscar un nuevo paradigma de valoración de empresas –léase, de normas contables– aplicable a las que forman el universo de la nueva economía.

Los elementos que, de una forma u otra, están presentes en los argumentos de los defensores de esta postura podrían sintetizarse, a riesgo de dejar alguno fuera, en:

- Las compañías que componen el mundo de la nueva economía, y que están mostrando su aceptación por los inversores y “cambiando el mundo”, son empresas basadas en el conocimiento (capital humano disponible) y que se encuentran en medio de un proceso de innovación. Este proceso de innovación consta de tres fases: a) Descubrimiento y aprendizaje, que a veces se realiza con el uso de medios internos de las empresas, y en otras ocasiones es resultado de la adquisición de activos (tangibles o intangibles) o empresas; b) Implementación, que resulta en la producción real de lo desarrollado, gracias a su viabilidad técnica, y que se concretará en una patente o en un sitio en la red; c) Comercialización, que implica que no solamente el producto es viable, sino que hay demanda para él y se puede producir generando un beneficio. Sin embargo, siendo así que a medida que la empresa avanza por estas tres fases aumenta su valor, la contabilidad no lo reconoce.

- Si bien los esfuerzos en innovación están expuestos a un alto riesgo, la diversificación de estos esfuerzos en una cartera de desarrollo de productos debería atenuar el riesgo conjunto. Además, el riesgo que toda innovación conlleva disminuye a medida que se avanza en el desarrollo del producto, no siendo correcto, por tanto, calificar con el mismo nivel de riesgo todas las unidades monetarias invertidas en él: las iniciales serán más arriesgadas que las finales. Finalmente, se defiende que en el mundo de la innovación es aplicable la teoría de las opciones reales: la inver-

sión en una innovación equivale a la compra de un *call* sobre el producto final, y como tal debe ser evaluada positivamente de acuerdo con el valor de su riesgo subyacente.

- Buena parte de las empresas de la nueva economía (Hagel y Armstrong, 1997) y particularmente las de internet, son beneficiarias de economía de red (externalidades y retroalimentación positiva); esto es, los miembros de la red se benefician directamente del crecimiento de la red en su conjunto, afectando positivamente al desarrollo y las perspectivas de los proyectos relacionados con este medio. Estos efectos se pueden observar en todas las fases de la innovación mencionadas antes, y se concretan en la disponibilidad real que tiene una empresa para sacar partido económico –que antes o después se reflejará en su cuenta de resultados– a sus relaciones (de cooperación) con sus empleados, consumidores, proveedores y competidores.

Todo lo anterior viene a poner en duda la distinción radical que hace la contabilidad al uso entre inversión y gasto corriente. Inversión es aquel gasto que se transforma en un activo reflejado en el balance, y del que se espera una corriente futura de ingresos, mientras que del gasto corriente no se pueden esperar ingresos más allá del ejercicio en que se computan. Para los defensores de la obsolescencia de este enfoque, las razones apuntadas más arriba llevan a defender que los gastos que se inscriben en investigación y desarrollo, o en aprovechar los efectos red, deben tener la consideración de inversiones porque están creando activos (blandos) para la compañía. Y puesto que la contabilidad no los recoge, se hace necesario complementarla con un sistema de información que la complemente, quizás no dotado de los efectos legales de aquélla, pero si relevante como contabilidad de gestión que debería estar al alcance de los inversores.

B) Algunos criterios de valoración y la evidencia empírica

Así las cosas, los estudiosos se han puesto a la busca de criterios alternativos de valoración de empresas de internet, para concluir que una de las variables que explican la valoración que el mercado les adjudica es el tráfico que sus sitios consiguen atraer. Ello no tiene nada de extraño, no en balde el valor de los locales comerciales en cualquier ciudad está directamente relacionado con la circulación de potenciales consumidores por su lugar de emplazamiento (también los centros comerciales, naturales o de diseño, gozan de economía de red).

En la economía de internet se sostiene que sin tráfico no se pueden crear las relaciones con los consumidores que en el futuro generen las ventas planificadas. De hecho, el mercado parece dar como bueno que disponer de capacidad para atraer tráfico da credibilidad a las proyecciones de ventas y beneficio futuros. En este sentido, Rajgopal, Kotha y Venkatachalam (2000) concluyen que el tráfico es relevante para explicar los valores de mercado y el rendimiento de las acciones en la compañías de internet, aunque, como también señalan estos autores, la asociación entre tráfico y nivel de ventas o crecimiento de las ventas sea débil. En este estudio, los autores también analizan los precios pagados en la adquisición de 42 compañías de internet, y concluyen que en 1999, en Estados Unidos, se pagaba una media de 167 dólares por cada visitante mensual del sitio de la compañía adquirida, y que esta variable explicaba el 77 por 100 de las variaciones de precio pagadas por ellas. A conclusiones semejantes, usando distintas fuentes de información, Illegan Trueman, Wong y Zhang (1999). En todo caso, hay que subrayar que ambos estudios ponen de manifiesto que aunque el tráfico es una variable relevante para explicar valoraciones, su papel no deja de ser complementario de aquel jugado por los datos contables históricos y proyectados del valor del patrimonio neto en libros o beneficios.

Lo importante de esta afirmación es que el tráfico no es una variable exógena al cuadro de decisiones del gestor de una empresa de internet. El tráfico se puede provocar: a un coste, el de los gastos en publicidad y promoción, el del esfuerzo en conseguir alianzas con otros, el de desarrollo de productos o diseños no patentables, o el de la compra de otras compañías. Muchos de esos gastos generan tráfico y aumentan el valor de la compañía, pero no pueden ser considerados como inversiones reflejadas en el activo del balance. Visto el mismo hecho desde otra perspectiva, para generar tráfico es necesario disponer de dinero en efectivo que emplear en promoción. Si ese dinero se agota, se pone en entredicho todo el proyecto empresarial, y la cotización de la empresa con dificultades de tesorería se deprimirá. Este fenómeno está explicando buena parte de la caída de las cotizaciones de estas empresas durante el presente año.

Sin embargo, la relevancia de las variables contables está fuera de toda duda para Hand (2000 a), quien considera que son relevantes de manera no lineal con el valor de mercado de 188 empresas de internet durante el período comprendido entre el primer trimestre de 1997 y el de 1999. En concreto, utilizando regresión linear logarítmica, descubre que para las firmas de internet su valor de mercado es cre-

ciente con el valor en libros, creciente con los beneficios netos positivos y decreciente con las pérdidas –por mucho que éstas sean consecuencia de gastos no capitalizables destinados a incrementar el tráfico y a provocar futuras ventas. Este mismo autor (Hand, 2000 b), sin embargo, muestra que si se añaden a los datos económicos fundamentales, el valor de mercado de estas empresas está asociado con su capacidad para atraer tráfico (2) a su sitio, y con las fuerzas de demanda y oferta de valores en el mercado (3). Fenómenos que no se producen en las empresas que no son de internet.

En definitiva, aunque la investigación sobre valoración de empresas de internet se encuentra lejos de ser concluyente, existe una cierta evidencia de que otros factores distintos de los puros datos contables están siendo tomados en consideración por inversores y analistas. En particular, aquellos que de alguna manera reflejan la posición competitiva de la empresa en el mercado y las fuerzas de oferta y demanda de sus acciones en la Bolsa. Ambos elementos habrán, por tanto, de tomarse en consideración a la hora de determinar la información que el mercado deba poseer para negociar sus acciones (folleto informativo, información periódica, no periódica y sobre participaciones significativas en el capital).

C) *Las normas de transparencia en los nuevos mercados*

En el apéndice de este artículo se encuentran resumidas las normas que rigen en los mercados tecnológicos o de alto crecimiento (4), incluidas las de transparencia informativa. Como se puede observar, la regulación es muy similar en todos ellos. Puesto que estos mercados están pensados para empresas de reciente creación, las normas tradicionales que exigen a las empresas mostrar un historial de beneficios contrastado mediante estados financieros auditados de varios años no pueden ser de aplicación. Esta insuficiencia informativa la pretenden compensar las autoridades reguladoras con información cualitativa que permita evaluar el futuro de la compañía.

Pero no es mucho lo que se puede lograr con este enfoque. Al final, las normas se limitan a exigir que el folleto informativo incluya los estados auditados que se disponga en el momento de salir, a solicitar en algunos casos la intervención de un miembro del mercado para que realice un análisis del negocio y ampare con un argumento de autoridad su viabilidad, o a pedir que se detallen pormenorizadamente los factores de riesgo que condicionan las aspiraciones de

alta rentabilidad que se insinúan en el folleto informativo. De hecho, cuando se leen estos factores de riesgo incluidos en los folletos informativos, parece que el propósito de sus redactores es no tanto suministrar elementos para evaluar la compañía como salvaguardar a sus directivos de cualquier litigio judicial derivado de insuficiencias informativas del documento que perjudicaran a los inversores.

Por su parte, la información obligatoria para estas empresas, una vez cotizadas (información periódica e información ocasional), no difiere sustancialmente de la que deba aportar al mercado cualquiera otra que se negocie en Bolsa (5). La única variación es que algunos reguladores exigen una información adicional sobre las perspectivas de la compañía a juicio de su equipo directivo. Esta información adicional puede tomar la forma de una reunión con los accionistas distintos de su junta anual o de un documento registrado y hecho público como hecho relevante.

Aunque añaden transparencia informativa, las exigencias de información sobre el compromiso de los accionistas significativos de permanecer en la compañía durante un período de tiempo (cláusulas *lock-up*), o los detalles de los acuerdos de liquidez con sus creadores de mercado, no son de especial utilidad para valorar la compañía, aunque sin duda pueden ser un indicador de la confianza que unos y otros depositan en el comportamiento futuro de la acción en Bolsa. En todo caso, hay que advertir que en algunos mercados la permanencia de los accionistas significativos en ellas durante un período de tiempo después de su salida a Bolsa es parte de las obligaciones que deben cumplir como contraprestación a las menores exigencias informativas y a la incertidumbre que rodea a estas empresas.

2. Riesgo

Observando conjuntamente los gráficos 1, 2 y 3, que recogen las rentabilidades y volatilidades de diferentes índices, se puede apreciar que, en general, las de los nuevos mercados son superiores a las de sus hermanos mayores, poniendo en evidencia el mayor riesgo al que están expuestos los inversores en compañías de alto crecimiento, incluidas las de internet. La principal fuente de riesgo es sin duda el riesgo operativo de la propia compañía: su capacidad para producir lo que se propone al coste planeado, la consecución de sus objetivos de venta y la consolidación de sus propósitos de expansión (gráficos 1, 2 y 3).

Pero existen otros riesgos que no son estricta-

mente operativos que también pueden colocar a la compañía –y/o a los inversores que confiaron en ella– en una situación difícil: la insuficiencia de recursos financieros líquidos para afrontar las pérdidas de los primeros años, la salida a Bolsa en un momento no favorable, el abandono del barco de sus principales gestores y accionistas significativos o la insuficiente liquidez del valor en el mercado, por mencionar los más comunes.

Los nuevos mercados han pretendido, en alguna medida, controlar la incertidumbre sobre estos últimos factores estableciendo reglas que los atenúen. Su efectividad está aún por ver a falta de estudios empíricos sobre ella. En todo caso, conviene mencionar las más significativas y analizar sus propósitos.

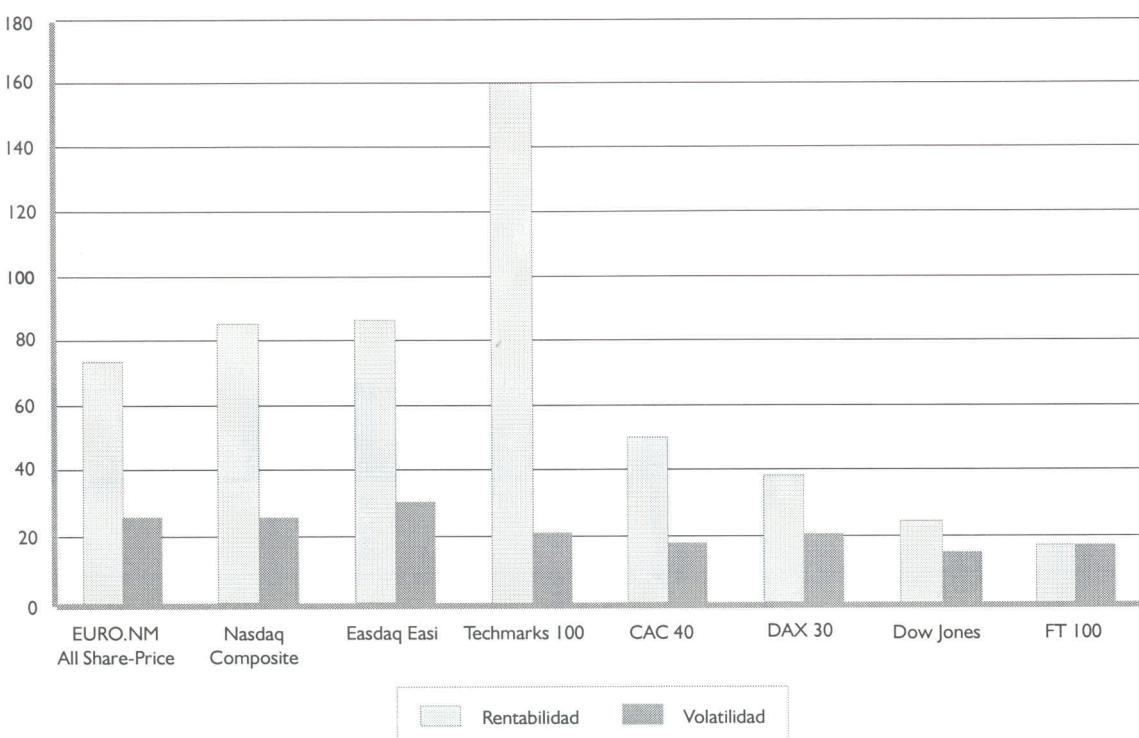
A) El papel de los promotores (sponsors)

Algunos mercados (véase apéndice) han recurrido a la figura del promotor o introductor al mercado para realizar una triple función: presentar la empresa al mercado, asesorarla en su salida a Bolsa y apoyar la liquidez de la acción.

El promotor no es otra cosa que un miembro del mercado que asume la responsabilidad contractual de procurar el éxito de la salida a Bolsa de la empresa candidata al nuevo mercado. Su papel en tanto que responsable de la colocación de las acciones entre el público inversor no difiere del que pueda tener un asegurador de una emisión en el mercado tradicional y de, en particular, elegir el momento más favorable para realizar la oferta pública de acciones. Pero a esta función se añaden otras dos. Por una parte, el promotor se ocupa de amparar con su buen nombre y credibilidad profesional la calidad de la empresa que lleva a Bolsa y la fidelidad de la información que figura en su folleto informativo. De hecho, en algunos mercados el promotor debe, además de responsabilizarse del contenido del folleto, elaborar un análisis del negocio y emitir su opinión (6).

Por otra parte, el promotor suele comprometerse a aportar liquidez a la acción después de su colocación. No se trata solamente de estabilizar el precio del valor en las fechas inmediatamente posteriores a la salida a Bolsa, sino de mantener los precios de oferta y demanda dentro de una horquilla de precios de amplitud prefijada, dando contrapartida a las órdenes de compra y de venta que se le presenten diariamente hasta una cifra determinada. Con ello se persigue tanto impedir que el valor pierda liquidez y que

GRÁFICO I
RENTABILIDAD Y VOLATILIDAD 1999



Rentabilidad anual. Volatilidad diaria media anualizada.

Fuente: Reuters, y elaboración propia.

los inversores quedan atrapados en tenencias de acciones indeseadas como atenuar en cierta medida la volatilidad del valor, impidiendo grandes subidas o bajas de su precio. Ninguno de los dos propósitos se alcanza plenamente. En momentos de fuerte volatilidad, los promotores son eximidos de sus obligaciones de dar contrapartida un vez alcanzado un cierto nivel de acumulación de acciones compradas o de venta de sus propias acciones, según la tendencia vendedora o compradora del mercado.

B) Factores de riesgo y capitalización

Como se dijo más arriba, una empresa de internet, y toda empresa de tipo tecnológico, se encuentra sometida a un cierto número de incertidumbres que amenazan la viabilidad de su proyecto. A veces, estos factores de riesgo son insuperables y no hay nada que pueda hacer la compañía para ponerles remedio (resultado fallido de una investigación, por ejemplo). Pero, en otras ocasiones, la materialización de un factor de riesgo no resulta en otra cosa que en una

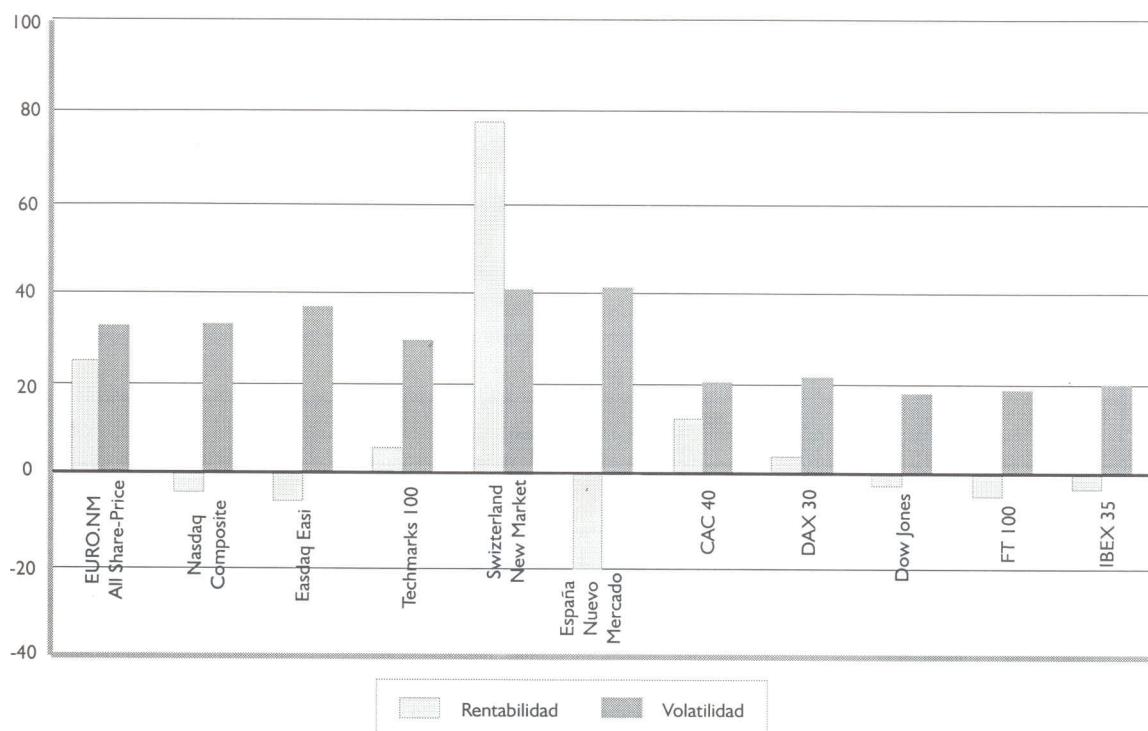
necesidad de recursos financieros suficientes con los que capear el temporal. Como este tipo de empresa tiene gran necesidad de tesorería y no es fácil que la obtenga en el crédito bancario, algunos mercados exigen que al menos el 50 por 100 de los recursos recaudados con la oferta pública de acciones vayan destinados a fortalecer su solvencia financiera mediante ampliación de capital.

Con esta medida se consigue además un segundo efecto beneficioso para la credibilidad del mercado y de la propia empresa: evitar que los recursos de la oferta vayan a parar exclusivamente a los bolsillos de sus accionistas significativos –normalmente, deshaciendo sus posiciones en ella–, que serán víctimas de un posible desinterés por su futuro.

C) El problema de la agencia: gobierno corporativo y "descartes"

El riesgo de que los accionistas significativos se desentiendan del futuro de la empresa con posterioridad a su salida a Bolsa no es el menos grave de los

GRÁFICO 2
RENTABILIDAD Y VOLATILIDAD 2000



Rentabilidad anual. Volatilidad diaria media anualizada.

Fuente: Reuters, y elaboración propia.

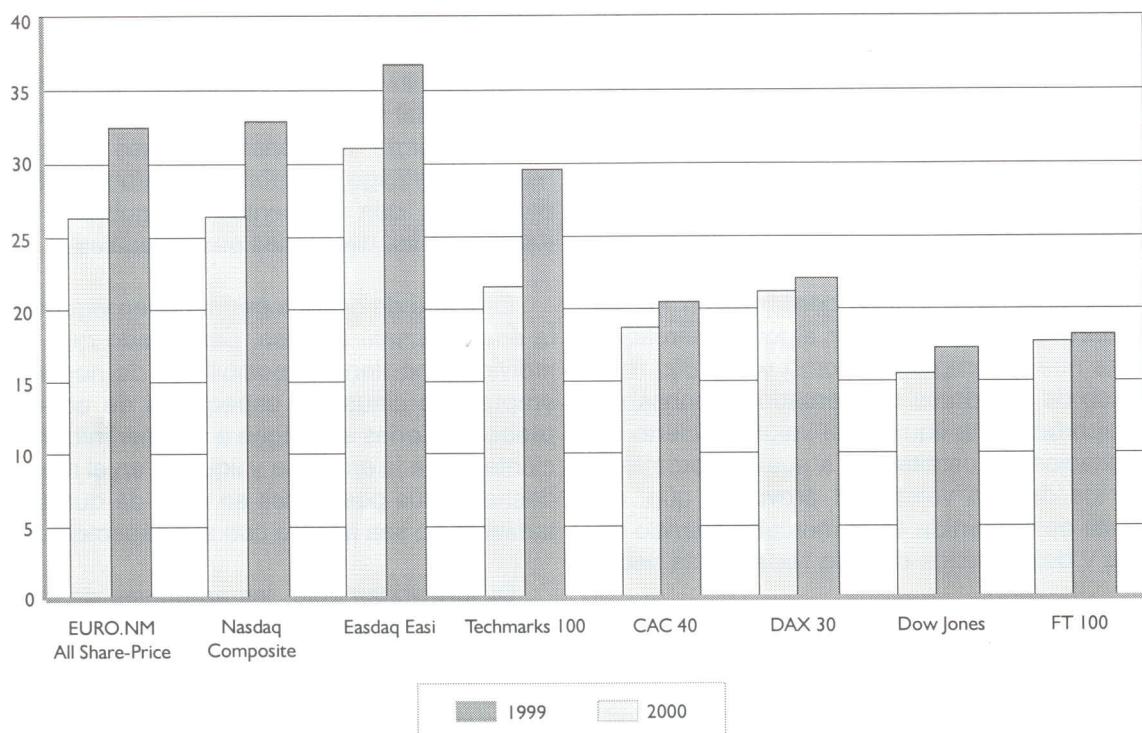
problemas de agencia que afectan a las empresas cotizadas. En este punto, cabe repetir lo que se dijo más arriba sobre este asunto. Por ello, algunas autoridades bursátiles han introducido exigencias relativas al gobierno societario. Y es este tratamiento de las soluciones y cautelas sobre la apropiación de los beneficios de la empresa por parte de sus accionistas de control y equipo directivo lo que resulta distinto respecto al enfoque dado por las empresas de capital riesgo. Pues, mientras las empresas de capital riesgo se cubren del riesgo de deslealtad o incapacidad de los gestores mediante fórmulas contractuales o instrumentos financieros estructurados, las autoridades bursátiles procuran proteger a los inversores de similares eventualidades exigiendo o recomendando la implantación de códigos de conducta o buen gobierno societario en las empresas del nuevo mercado y estableciendo limitaciones a la transmisibilidad de las acciones en poder de los accionistas significativos.

Algunas autoridades bursátiles han considerado que la empresa que sale a Bolsa debe aprobar por sus órganos de gobierno un código de conducta que sus directivos y miembros del consejo deberán res-

petar. Estos códigos se ocupan de temas tales como la retribución de los directivos, la prohibición de que compitan con la empresa, de que aprovechen privadamente los negocios que se derivan de ella o de que entren en relaciones mercantiles con ella, el uso de información privilegiada, el nombramiento de consejeros independientes y temas similares. En definitiva, tratan de introducir un cierto autocontrol entre los que mandan en la empresa. Dado que no se conoce que a resultas de la aplicación de estos códigos halla sido sancionado o apartado de sus responsabilidades infractor alguno, sólo se puede concluir que o los códigos son extremadamente eficientes en su función preventiva, o que no sirven para nada.

Otra exigencia o recomendación que introducen las autoridades bursátiles es la conocida como cláusula *lock-up* (descarte). Mediante esta cláusula, los accionistas significativos se comprometen a no deshacerse de sus acciones –totalmente o en una cierta proporción– durante un cierto plazo de tiempo conocido y publicado en el folleto informativo. El propósito de ello es evidente: promover los intereses de los accionistas significativos –que pueden ser sus socios

GRÁFICO 3
VOLATILIDADES



Volatilidad diaria media anualizada.
Fuente: Reuters, y elaboración propia.

industriales en función de cuya credibilidad se confía en el éxito de la empresa—y de sus directivos con el futuro de la empresa. Aunque ello es loable, la necesaria limitación temporal –normalmente entre seis y dieciocho meses– que debe tener esta restricción impide que vaya más allá del período de gracia que se les otorga a las empresas recién cotizadas.

Este tipo de cláusulas tiene un efecto indeseado. Cuando finaliza el período prefijado, se observan comportamientos anormales en la negociación del valor. Un reciente estudio sobre la materia (Ofek y Richardson, 2000) pone de manifiesto que aunque el fin del período *lock-up* es conocido por el mercado y sus efectos anticipados, se produce una caída del 1 por 100 al 3 por 100 en el precio de la acción y un incremento del 40 por 100 en el volumen de negociación, en medio de una situación en la que la curva de demanda de acciones se inclina hacia abajo. Esto, por otra parte, evidencia una anomalía de la eficiencia del mercado, toda vez que siendo conocida la fecha de vencimiento de la limitación en la oferta de acciones, el mercado debería anticiparlo y recogerlo en el precio con anterioridad a que tenga lugar.

D) El remedio para los errores: la liquidez

Puesto que un inversor no puede estar seguro de antemano que deseará permanecer por tiempo indefinido como accionista de una compañía, resulta necesario que el mercado le ofrezca la posibilidad de vender su participación en cualquier momento sin incurrir en un coste excesivo. Una medida del coste de la liquidez viene expresada por la amplitud de la horquilla entre los mejores precios de venta y de compra existentes en el mercado: cuanto mayor sea esa horquilla, menor será la liquidez y más costoso resultará convertir en efectivo los valores.

En este terreno, poco innovan los nuevos mercados en cuanto a las exigencias de liquidez. Las reglas imperantes son versiones similares de las existentes para el mercado tradicional, y van orientadas, en primer lugar, a que el emisor ponga en circulación mediante la oferta pública un número de acciones suficientes que vayan a parar a accionistas que no tengan una participación de control. Para ello, exigen normalmente ofertas no inferiores a un 20 por 100 del

total de acciones que forman el capital social, que deberán ser colocadas con suficiente difusión (en manos de accionistas que no tengan participaciones significativas). Es frecuente que este porcentaje se supere y la oferta alcance el tercio de las acciones existentes. Sin embargo, aun así, la relativamente escasa oferta contribuye a provocar una sensación de insatisfacción en la demanda que facilita una subida "artificial" del precio en los primeros días de su colocación, época durante la cual el mercado habrá sido bombardeado con mensajes positivos.

Adicionalmente, para inducir confianza en los inversores sobre la liquidez del valor, algunos mercados exigen a las nuevas empresas, como ya se dijo más arriba, el uso de creadores de mercado responsabilizados de aportar cierta liquidez al valor. Lo cierto es que las limitaciones cuantitativas a sus compromisos en momentos de alta volatilidad provocan que, de hecho, exista contrapartida en el mercado cuando no se necesita y desaparezca cuando resulta más necesaria.

V. CONCLUSIONES

Las características de las empresas de internet, y en general de todas aquellas de alto crecimiento vinculadas a mercados emergentes son su considerable necesidad de recursos financieros y el elevado riesgo al que se encuentran expuestos su proyectos. Ello les dificulta acudir al crédito bancario, pero las convierte en candidatas apropiadas para el capital riesgo en un primer momento y en aspirantes a cotizar en los nuevos mercados con posterioridad.

Tanto en un caso como en el otro, el elevado riesgo, la insuficiencia de la información contable, el papel clave que para el éxito del proyecto tienen sus gestores y promotores, y los peligros de una gestión desleal con los intereses de los accionistas, plantean un buen número de problemas que tanto la financiación de capital riesgo como la bursátil deberán resolver.

En el caso de capital riesgo, las fórmulas contractuales y las materializadas mediante instrumentos financieros estructurados van encaminadas a vigilar el uso que el empresario da a los fondos puestos a su disposición. En concreto, estas fórmulas establecen: la distribución entre el empresario y la empresa de capital riesgo de los derechos de cada uno sobre el *cash flow* de la compañía, los votos en la junta de accionistas, el nombramiento de los miembros del consejo de administración y el destino de los activos de la compañía en caso de liquidación.

La razón para ello no es otra que el conflicto de intereses en que se encuentran las dos partes de la relación: empresa de capital riesgo y empresario o, si se prefiere, principal y agente.

En definitiva, en la financiación de empresas mediante capital riesgo, dados los objetivos perseguidos por cada parte, las consideraciones estrictamente financieras (riesgo, rentabilidad, garantías, liquidez) se enriquecen con elementos de gobierno societario (control de las decisiones empresariales).

Este tipo de riesgos permanecen vigentes cuando la empresa sale a Bolsa, pero, dado que el inversor individual no tiene la posibilidad de negociar con el empresario cláusulas específicas de cobertura, sus preocupaciones se dirigen a obtener información suficiente sobre la empresa y liquidez en el mercado para deshacer sus posiciones en caso de que su comportamiento no sea acorde con sus expectativas.

Desgraciadamente, las empresas de las que nos ocupamos no cuentan con trayectorias informativas que se adapten bien a las convenciones contables del mercado, y ello ha llevado a algunos autores a discutir la conveniencia de revisarlas y adoptar nuevos parámetros de valoración específicos para ellas. Con todo, la evidencia no es concluyente, y existen estudios que apuntan en la dirección opuesta.

En todo caso, los nuevos mercados intentan un doble objetivo. Por una parte, facilitar la cotización en Bolsa a empresas que no reúnen los requisitos informativos tradicionales. Y por otra, mediante reglas de transparencia, liquidez y gobierno corporativo, aportar confianza a los inversores.

NOTAS

(1) Lo que sigue sobre el capital riesgo no es privativo de las empresas puras de internet, sino de aplicación a la mayoría de las transacciones que ejecutan las empresas de capital riesgo.

(2) Aunque medido a través de una única variable: visitantes únicos. Otras medidas de tráfico, tales como número de páginas vistas, horas pasadas en el sitio, o las referentes a sexo o edad de los visitantes, no resultan relevantes.

(3) Esto último lo estudia a través de tres variables proxy: valores disponibles para ser negociados (*free float*), ventas en corto y acciones en manos de inversores institucionales, hallando que los valores de mercado se correlacionan: a) negativamente con la fracción de acciones disponibles para ser negociadas; b) positivamente con las ventas en corto; c) positivamente con la fracción en manos institucionales. Lo primero indica la importancia de la escasez, lo segundo, el hecho de que los especuladores a la baja eligen las acciones que entienden que están sobrevaluadas, y lo tercero, la estabilidad que proporcionan estos inversores.

(4) Una descripción de estos mercados puede encontrarse en: ALONSO-MAJAGRANZAS (2000), FERRÁN (2000), SOLER (1999), y BLANCO y GARCÍA-VAQUERO (2000).

(5) Para un análisis detallado del funcionamiento del mercado primario de valores véase VERA (1999).

(6) Tras la caída de precios en estos mercados a partir de abril de 2000, son frecuentes los inversores que acusan a los bancos promotores de no evaluar apropiadamente los planes de negocios de las compañías que promueven ni a sus equipos directivos. Estas denuncias han empañado el éxito inicial de el Nuevo Mercado alemán, que ha visto reducido a la mitad el valor de su índice desde aquella fecha. Además comienzan a presentarse los casos de quiebras de compañías y de promotores que renuncian a seguir cumpliendo con sus compromisos como promotores (Bertrand Benoit, "Tough lessons for the Neuer Markt", *Financial Times*, 4 de octubre de 2000). Estos incidentes, unidos al fracaso de la fusión con la Bolsa de Londres, parecen haber provocado que el presidente de este mercado (Josef Naegel) dimitiera a principios de octubre.

REFERENCIAS

- AGHION, Ph., y P. BOLTON (1992), "An incomplete contracts approach to financial contracting", *Review of Economic Studies*, 77, páginas 338-402.
- ALONSO-MAJAGRANZAS, B. (2000), "Mercados para empresas de alto crecimiento en Europa", *Bolsa de Madrid*, nº 87, abril, páginas 10-15.
- BLANCO, R., y V. GARCÍA-VAQUERO (2000), "Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía", *Boletín Económico*, Banco de España, mayo, págs. 31-41.
- COOPER, M.; O. DIMITROV, y P. R. RAU (2000), "A rose.com by any other name", *Working Paper*, Purdue University.
- FERRÁN, E. (2000), "El Nuevo Mercado da sus primeros pasos", *Bolsa de Madrid*, nº 87, abril, págs. 6-9.
- FLUCK, Z. (1998), "Optimal financial contracting debt versus outside equity", *Review of Financial Studies*, 11:2, págs. 383-418.
- HAND, J. R. M., (2000 a), "Profits, losses and the non-linear pricing of Internet stocks", *Working Paper*, Kenan-Flagler Business School, UNC Chapel Hill, 10 junio.
- (2000 b), "The role of economic fundamentals, web traffic, and supply and demand in the pricing of U.S. Internet stocks", *Working Paper*, Kenan-Flagler Business School, UNC Chapel Hill, 3 abril.
- HAGEL, J., y A. G. AMSTRONG, (1997), *Net Gain, Expanding Markets through Virtual Communities*, Havard Business School Press.
- HART, O., y J. MOORE, (1998), "Default an renegotiation: A dynamic model of debt", *Quarterly Journal of Economics*, 113, págs. 1-41.
- HOLMSTROM, B. (1979), "Moral hazard and observability", *Bell Journal of Economics*, 10, págs. 74-91
- OFEK, E., y RICHARDSON, M. (2000), "The IPO lock-up period: Implications for market efficiency and Donward sloping demand curves", *Working Paper*, Stern School of Business, New York University, enero.
- RAJGOPAL, S.; S. KOTHA, y M. VENKATACHALAM (2000), "The relevance of web traffic for Internet stock prices", *Working Paper*, Washington University, enero.
- SCHILL, M.J., y C. ZHOU (2000), "Princing an emerging industry: Evidence from Intenet subsidiary carve-outs", *Working Paper*, UC, Riverside.
- SOLER, M^a. A. (1999), "EASDAQ y EURO.NM: Mercados paneuropeos para pymes", *Actualidad Financiera*, enero, págs. 41-60.
- TRUEMAN, B.; F. WONG, y X. ZHANG (1999), "The eyeballs have it: Searching for the value of Internet stocks", *Working Paper*, University of California, Berkeley.
- VERA, F. L. (1999), *Guía para el mercado de valores en España. Mercados, valores y regulación*, Civitas, Madrid.

**APÉNDICE
NUEVO MERCADO ESPAÑOL**

El Nuevo Mercado español es un segmento especial de negociación de las bolsas de valores creado con la Orden Ministerial de 22 de diciembre de 1999 que se desarrolla mediante la Circular 1/2000 de la CNMV, así como por la Circular 1/2000 de la Sociedad de Bolsas. El propósito de este segmento es acoger a empresas enclavadas en sectores de innovación tecnológica o con grandes posibilidades de crecimiento y que estén expuestas a elevados riesgos. Con esta nueva regulación, se flexibilizan los requisitos de admisión a cotización de las empresas consideradas de alto crecimiento y las reglas de formación de precios, ampliando sus horquillas de oscilación.

Las empresas que componen este segmento son las ya cotizadas en el momento de creación del mercado –cuando cumplen con las características necesarias– y las de nueva cotización que así lo soliciten.

A partir del 10 de abril de 2000, cuenta con su propio índice (Ibex NM) formado por las empresas que componen el Nuevo Mercado. Ibex NM inició su andadura tomando una base de partida de 10.000 puntos el 7 de abril de ese año. Las empresas de este índice pueden formar parte del Ibex 35 o del Ibex Complementario, pero no del resto de los índices sectoriales, puesto que este índice se considera índice sectorial.

Reglas de admisión a cotización	Mínimo de cien accionistas y 200 millones de pesetas de capital social que no esté en manos de accionistas que controlen más del 25 por 100 de la compañía (regimen general). Obtener de las bolsas un informe sobre su idoneidad para cotizar en este mercado. Se exceptúa el requisito sobre obtención de beneficios en el pasado cuando la sociedad informe sobre la evolución de los resultados en el futuro y las perspectivas del negocio.
Normas especiales para el folleto informativo	Descripción del ciclo económico, mercado potencial, aspectos tecnológicos y demás factores relevantes, así como las incertidumbres o riesgos asociados a ellos. Información detallada sobre los planes de inversión y financiación. Compromisos, si los hubiere, de los accionistas significativos sobre su permanencia en la empresa y su participación en la ulterior financiación de ésta y en el consejo de administración. Acuerdos con miembros de Bolsa para fomentar la liquidez de sus acciones, en su caso.
Normas sobre información	Las generales para las empresas cotizadas. Al menos una vez al año, publicar como hecho relevante una explicación de la evolución y perspectivas del negocio y de los planes de inversión y financiación.
Normas especiales de negociación	El precio inicial de cotización se fija exclusivamente en función de la oferta y demanda de valores. La variación máxima de cada valor para cada sesión de negociación es de un 25 por 100 (15 por 100 en el caso general). Esta horquilla se podrá ampliar si se ponen de manifiesto ofertas o demandas superiores para una proporción significativa de valores o se producen circunstancias excepcionales para ese valor. Cuando se modifique la horquilla de variación de precios tendrán lugar períodos especiales de ajuste para que los intermediarios puedan evaluar la situación. En el caso de que tengan lugar en las proximidades del fin de la sesión, esta se prolongará.
La figura del especialista	Su misión es proporcionar liquidez al valor cuando no exista suficiente en el mercado. Su utilización por la sociedad emisora es voluntaria. Los acuerdos entre emisor y miembro del mercado que actúe como especialista deben ser depositados en las bolsas. Las órdenes que introduzca el especialista deben ser de las denominadas "limitadas" (con un precio máximo para la compra o mínimo para la venta), con validez de un día y sin contrapartida. En los períodos de ajuste o subasta (la media hora antes de que se inicie la negociación, u otros sucesivos) el especialista deberá introducir posiciones de compra y de venta (mínimo, 20.000 euros cada una), de manera que haya una horquilla máxima del 4 por 100 respecto del precio de referencia (precio de cierre de la sesión anterior). Durante la sesión abierta, el especialista deberá procurar que exista la horquilla del 4 por 100 mencionada y que se pueda comprar o vender acciones por 20.000 euros. En situaciones de alta volatilidad, o cuando el especialista haya acumulado un saldo comprador o vendedor superior a 200.000 euros, podrá solicitar la exoneración temporal de su obligación.

EURO NM

Euro.NM no es un mercado propiamente dicho, no tiene singularidad, sino una red de mercados relacionados que comparten unas reglas y unos propósitos comunes, y una labor de promoción participada. Los mercados que integran esta red hasta el momento son: Nouveau Marché (Bolsa de París); Euro-NM Belgium (Bolsa de Bruselas); Neuer Markt-NM (Bolsa alemana); N-Max (Bolsa de Amsterdam); Nuovo Mercato (Bolsa de Milán). Los mercados que componen el Euro.NM están regulados por las leyes de sus respectivos países.

Pueden ser miembros de la red de mercados: las empresas de servicios de inversión y los establecimientos autorizados por sus estados miembros de origen para prestar los servicios de inversión; los miembros de Euro.NM son miembros asociados a los demás mercados. Los miembros pueden ser: negociadores o introductores-creadores de mercado.

Supervisión del mercado	<p>Los diferentes mercados de la red de NM se encuentran regulados conforme a las reglas comunes de sus países, que, a su vez, se encuentran armonizadas por la Directiva de Servicios de Inversión.</p> <p>Los mercados que componen el Euro.NM son mercados regulados en el sentido de la DSI, gestionados por los órganos rectores de sus sociedades propietarias y que se ocupan de regular el mercado, autorizar a sus miembros y admitir los valores a cotización.</p>
Requisitos para la admisión a cotización	<p>Las autoridades de cada uno de los mercados de la red son los responsables de admitir las empresas a cotizar.</p> <p>Las exigencias informativas básicas para la admisión son:</p> <ul style="list-style-type: none">• La elaboración de un folleto informativo redactado al menos en inglés verificado por la autoridad del mercado.• Una descripción de los factores de riesgo de la compañía.• Contar con un introductor de la compañía que actuará también como creador de mercado. <p>A diferencia de EASDAQ, no se exige disponer de un mínimo de activos, pero los fondos propios de la compañía deben superar los € 1,5 millones.</p> <p>El volumen de la emisión debe superar los € 5 millones y los 100.000 títulos, de los cuales al menos el 50 por 100 corresponderá a aumento de capital. Con ellos se tiene que disponer de un <i>free-float</i> de no menos del 20 por 100 del capital. La moneda de cotización de estos títulos deberá ser el euro.</p> <p>Los accionistas significativos están obligados a retener el 100 por 100 de sus acciones durante un período de seis meses tras la salida a Bolsa; o bien retener el 80 por 100 durante doce meses.</p> <p>Las normas contables deben ser las adaptadas a IAS o US GAAP, y la información financiera debe realizarse anualmente auditada y trimestralmente sin auditar.</p> <p>La compañía debe publicar un calendario de fechas en las que producirá la información financiera y convocará reuniones informativas con los directivos.</p>
La funciones de los introductores-creadores	<p>Asistir a la sociedad emisora en la preparación de la documentación necesaria para la emisión, en particular el folleto informativo.</p> <p>Publicar un análisis financiero sobre la sociedad.</p> <p>Colocar los títulos emitidos.</p> <p>Asegurar la animación comercial del título.</p>
Negociación	<p>Los mercados de la red se caracterizan porque en ellos conviven los dos sistemas de negociación: el gobernado por precios (con creadores de mercado) y el gobernado por órdenes con concentración de las compra y venta en un libro o carnet de órdenes centralizado. Esto permite, según sus defensores, ofrecer lo mejor de cada sistema para cada tipo de inversor: minorista e institucional.</p> <p>El carnet de órdenes centralizado permite la negociación en continuo o mediante <i>fixing</i>, como en Francia. El primer sistema se aplica a los valores más líquidos, mientras que el segundo es utilizado para los valores menos negociados, a los que se les asigna dos sesiones de <i>fixing</i> diarias.</p> <p>Los creadores de mercado tienen la obligación de cotizar precios de compra y venta, con una horquilla entre ellos de no más de un 10 por 100 en el caso francés, y aceptar las órdenes por una cuantía mínima.</p>

EURO NM (continuación)

Negociación (continuación)	<p>La información de las transacciones en los mercados puede sintetizarse en:</p> <ul style="list-style-type: none">• Antes de la apertura del mercado, se publican los precios más alto y más bajo del valor y los volúmenes negociados la sesión anterior.• Las transacciones efectuadas durante el <i>fixing</i> son hechas públicas de inmediato.• Las demás transacciones se hacen públicas normalmente tras una hora de su realización.• Las transacciones de bloques suelen tener un retraso de tres días. <p>La información sobre la transacción que el intermediario debe comunicar al mercado contiene, entre otras cosas, precio, volumen, fecha y hora, y datos identificativos del valor y del que realiza la operación.</p>
Liquidación	<p>La liquidación tiene lugar a través de <i>Clearnet</i> y a los tres días de la operación, mediante posiciones netas de los liquidadores.</p>

EASDAQ

EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automatic Quotation System) se creó oficialmente el 30 de septiembre de 1996, y la primera admisión a cotización de una empresa fue en noviembre de ese mismo año. EASDAQ es una iniciativa con propósitos transnacionales, tanto por la nacionalidad de los miembros del mercado como por la de los emisores y los inversores. Posiblemente por eso decidió establecerse en Bruselas y ser independiente de las bolsas nacionales.

EASDAQ es un mercado reconocido y reglamentado domiciliado en Bélgica, a cuya legislación se acoge. La nacionalidad de los principales accionistas es mundial, y no solamente europea. De hecho, la participación de inversores procedentes de EE.UU., como es el caso de Knight/Trimark (principal accionista de NASDAQ), es muy relevante.

Los miembros de EASDAQ son designados por la EASD (European Association of Securities Dealers), y necesitan reunir los requisitos habituales para ser miembro de cualquier otro mercado organizado: ser un empresa de servicios de inversión de la Unión Europea dedicada a la transmisión y ejecución de órdenes, un establecimiento de crédito de la Unión Europea o una de estas entidades extracomunitarias que cumpla con los requisitos comunitarios en materia de control prudencial. Los miembros pueden ser simples *brokers* o creadores de mercado.

Las reglas de admisión y cotización son muy similares a las de NASDAQ, toda vez que se persigue que los valores tengan la posibilidad de ser negociados simultáneamente en ambos, razón por la cual se permite elegir libremente la divisa en la que se cotizan los valores por los emisores. La admisión a cotización admite diversas modalidades: oferta pública de venta inicial; oferta pública de venta inicial "doble": en EASDAQ y en otro mercado simultáneamente; doble negociación: admisión de los títulos ya admitidos a cotización en otro mercado. Los requisitos que deben cumplir las empresas en cada una de estas modalidades son similares, excepto en el caso de doble negociación cuando la introducción a EASDAQ no comporta una captación de fondos del público.

EASDAQ es un mercado gobernado por precios, en el que los inversores deben transmitir las órdenes a un creador de mercado que se ha comprometido a ofrecer continuamente un precio de compra (*bid*) y un precio de venta (*ask*). De esta forma, son los creadores de mercado de cada valor los responsables y sobre los que descansa la liquidez del mercado.

La supervisión del mercado se desarrolla en tres instancias	<p>La Autoridad del Mercado, que supervisa su funcionamiento diario. Es una entidad independiente de la empresa propietaria del mercado, compuesta por cuatro miembros, y que vigila que se cumplan las reglas. Es responsable de la redacción y aplicación del código de conducta, de las decisiones de admisión a cotización, de la suspensión de la cotización de valores y de la admisión, suspensión y revocación de los miembros del mercado.</p> <p>La Comisión Bancaria y Financiera belga, que supervisa al Consejo de Administración de EASDAQ.</p> <p>La entidad de apelación de las decisiones tomadas por la Autoridad del Mercado y denominada comisión internacional de apelación.</p>
Requisitos de admisión a cotización	<p>El emisor debe ser una compañía registrada públicamente y legalmente capacitada para ofrecer instrumentos financieros al público.</p> <p>Sus activos totales deben ser, como mínimo, de € 3.5 millones, y su capital y reservas de € 2 millones.</p> <p>Debe tomar todas las medidas necesarias, a satisfacción de la Autoridad del Mercado, para cumplir con las exigencias de transparencia, y no puede encontrarse en ninguna situación que haga la admisión a cotización no recomendable.</p> <p>Su Consejo de Administración debe comprometerse por escrito a cumplir con el marco legal de EASDAQ.</p> <p>Los instrumentos financieros admitidos deben estar totalmente pagados y ser transferibles dentro de la Unión Europea.</p>

EASDAQ (continuación)

Requisitos de admisión a cotización (continuación)	<p>Los valores deben estar suficientemente difundidos entre los inversores, entendiendo por tal la existencia de al menos 100 inversores en el momento de inicio de cotización.</p> <p>Al menos el 20 por 100 del capital debe estar en manos de inversores no significativos, tales como consejeros, directivos o promotores de la sociedad (<i>free-float</i>).</p> <p>Cláusulas <i>lock-up</i> o prohibición de descarte. Los consejeros y accionistas significativos deben comprometerse a no vender sus acciones en, al menos, los seis meses siguientes a la salida al mercado, e informar de ello en el folleto informativo.</p> <p>El folleto informativo debe estar redactado en inglés.</p> <p>Contar con dos creadores de mercado.</p> <p>Los estados financieros deben elaborarse bajo alguno de los siguientes principios contables:</p> <ul style="list-style-type: none"> • International Accounting Standards (IAS); • United States Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP); • principios contables nacionales reconciliando los estados financieros con los IAS o con los US GAAP. <p>En materia de gobierno corporativo, la compañía está obligada a:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Contar con dos consejeros independientes en su Consejo de Administración. • Disponer de un Comité de Auditoría y otro de Remuneraciones. • Aprobar un código de conducta sobre negociación de acciones de la compañía para directivos y empleados en línea con el modelo establecido por EASDAQ.
Obligaciones de información continuada	<p>Informe anual de cuentas consolidadas auditadas.</p> <p>Informes trimestrales no auditados contenido: balance, cuentas de resultados y estado de <i>cash flow</i> resumidos; análisis y comentario de resultados, y una tabla comparativa que muestre los principales cambios respecto a las últimas cuentas consolidadas.</p> <p>Información inmediata de cualquier hecho relevante susceptible de influir en el precio de la acción.</p>
Negociación	<p>El creador de mercado está obligado a comprar o vender por cuenta propia los títulos que le ofrezcan o demanden los inversores a los precios que establezca. El creador de mercado, al establecer estos precios, tiene que respetar la horquilla entre los precios de compra y venta (<i>bid-ask spread</i>) establecida por la Autoridad del Mercado que, a su vez, la establece teniendo en cuenta las condiciones del mercado. Sin embargo, las reglas de este mercado establecen que si existen circunstancias de fuerza mayor, el creador del mercado puede solicitar a la Autoridad del Mercado que declare que los precios que cotiza son meramente indicativos y que el creador del mercado no está obligado a negociar a ellos.</p> <p>Los creadores de mercado están asimismo obligados a negociar a los precios establecidos en volúmenes mínimos obligatorios que se fijan en función de la negociación sobre cada valor en los tres meses anteriores.</p> <p>Los precios son accesibles en tiempo real a través de las pantallas de los <i>brokers</i>, quienes las utilizan para tomar sus decisiones de compra y venta. Los <i>brokers</i> pueden negociar todos los valores cotizados poniéndose en contacto con el creador de mercado correspondiente. En las transacciones de gran volumen este contacto suele ser telefónico.</p> <p>Las transacciones efectuadas deben ser reportadas al mercado a los 90 segundos de su realización, y deben contener información sobre el valor, el precio, volumen y hora, entre otras cosas. Sin embargo, si la transacción es de gran tamaño (bloque), la obligación de informar se demora hasta que esté liquidada en un 90 por 100 o hayan pasado siete días desde que fue efectuado. Para poder acogerse a esta regla, los intervenientes en ella deben informar a la Autoridad del Mercado cuando la realizan.</p>

EASDAQ (continuación)

Liquidación

La liquidación de las transacciones tiene lugar mediante la intervención de Inter settle, que a su vez está comunicado con TRAX (sistema de confirmación de órdenes del mercado) y con Cedel y Euroclear, de manera que el sistema cubre la mayoría de los grandes intermediarios europeos. Los intermediarios que actúan en el mercado tienen la obligación de ser titulares de una cuenta en Inter settle y depositar en ella sus títulos o, en su defecto, establecer la oportuna conexión entre Inter settle y el depositario de sus títulos.

El plazo de liquidación es de tres días a partir de la fecha de negociación, y se realiza siguiendo el principio de entrega de los títulos contra pago de su precio mediante anotaciones electrónicas dentro de los libros de Inter settle.

SWX New Market

Es el segmento de la Bolsa suiza creado en julio de 1999 para acoger a las empresas que prometen tener un crecimiento alto y carácter innovador. Las condiciones de admisión y cotización son semejantes a las aplicables a los demás valores, con algunas diferencias que se destacan más abajo y que coinciden con las exigidas en Euro.NM. La Bolsa utiliza para este segmento del mercado el índice SWX New Market con base 1.000 en el 30 de diciembre de 1999, y que incluye a todos sus valores ponderados por capitalización.

CONDICIONES DE ADMISIÓN

Historia de la compañía	Estados financieros auditados de un ejercicio completo.
Capital y reservas	Mínimo de 2,5 millones de francos suizos.
Rentabilidad	No hay exigencia mínima.
Alcance del registro de acciones	Se tienen que cotizar todas las acciones correspondientes a una misma clase.
Transmisibilidad de los valores	Los valores han de ser totalmente transmisibles, sin ninguna limitación a su negociabilidad.
Difusión y tamaño de la OPV	Tras completar la OPV, las acciones colocadas entre el público suizo no deben ser menos de 100.000 y deben equivaler, como mínimo, a 8 millones de francos en valor de mercado. Adicionalmente, al menos el 20 por 100 de las acciones debe ser colocado entre el público. Se excluyen de esa cifra las acciones en poder de accionistas que tengan al menos el 5 por 100 las acciones o de los derechos de voto.
Obligación de aumento de capital	Al menos el 50 por 100 de los recursos captados con la OPV deben ir destinados a ampliar el capital de la compañía.
Limitación a la venta (<i>lock-up</i>)	Los gerentes y accionistas significativos que tengan más de un 2 por 100 de las acciones con anterioridad a la OPV no pueden vender sus acciones durante un período de al menos seis meses tras la OPV.
Creadores de mercado	Debe disponer de al menos un miembro de la Bolsa actuando como creador de mercado durante un cierto período de tiempo.
Información especial contenida en el folleto informativo de la OPV	Estados financieros correspondientes a un ejercicio completo. Las limitaciones a la venta aplicables a los accionistas relevantes deben especificarse, señalando los períodos y el nombre de las personas afectadas. De forma prominente, deben mencionarse todos los factores de riesgo a los que están expuestas las acciones. En particular: condiciones competitivas inusuales, expiración de los derechos de patentes o licencias, la dependencia del emisor de ciertos mercados, ciertos accionistas significativos, la evolución del precio de ciertas materias primas, la fluctuación de los tipos de cambio, la posible intervención gubernamental, el ciclo del negocio, y la dependencia en los conocimientos y habilidades de cierto personal clave. El folleto debe estar escrito en inglés como norma general, aunque se admiten excepciones.

SWX New Market (continuación)

CONDICIONES PARA MANTENER LA COTIZACIÓN

Información periódica	Informe anual de los estados financieros. Informe trimestral de estados financieros condensados.
Principios contables	IAS, US GAAP. Durante un período de dos años, se admite el uso de los principios locales con reconciliación a los IAS o US GAAP.
Hechos relevantes	Obligación de hacer públicos los hechos relevantes a los que las cotizaciones puedan ser sensibles.
Otras condiciones especiales	El miembro del mercado que actuó como líder (<i>sponsor</i> o promotor) en la colocación de la OPV debe preparar y publicar un análisis de la compañía al menos dos veces al año durante dos años. Los documentos informativos deben ser publicados en inglés.

TechMark

Segmento del mercado londinense (mercado dentro del mercado, según gustan decir sus miembros) que agrupa a empresas procedentes de diversos sectores industriales y que tiene su propia identidad y sus propios índices FTSE. Las empresas que componen este mercado son aquellas de naturaleza tecnológica ya cotizadas en la Bolsa o las que deciden su cotización en ella y cumplan con los requisitos que las convierten en elegibles. El mercado se creó en noviembre de 1999 con 190 empresas que tenían en común su vocación de innovación tecnológica. Es de notar que en él se encuentran empresas de gran tamaño como British Telecom y Vodafone. Este mercado dispone de dos índices: FTSE TechMark All-share y FTSE TechMark 100. El primero incluye a todas las empresas, y el segundo contiene cien empresas de tamaño mediano y pequeño con capitalización bursátil por debajo de los 4.000 millones de libras.

Requisitos que deben cumplir las empresas que deseen cotizar en TechMark y que no cumplan con los requisitos generales de la Bolsa de Londres

- Demostrar su habilidad para atraer fondos de los inversores.
- Capitalización de 50 millones de libras.
- Colocación en el mercado de al menos 20 millones de libras.
- Publicar un informe de estados financieros trimestral.

NASDAQ

Requisitos de admisión

- Registro de un folleto informativo y documentación complementaria en la Securities and Exchanges Commission.
- La compañía ha de comprometerse a cumplir con la regulación del mercado y cumplir con las exigencias mínimas establecidas en relación con:
 - Precio de las acciones que se ofrecen.
 - Valor bursátil del porcentaje del total de acciones que se ofrece al público (difusión).
 - Activos totales de la compañía.
 - Capital.
 - Creadores de mercado de la compañía.
 - Normas de gobierno corporativo: existencia de consejeros independientes, comité de auditoría y quorum fortalecido para decisiones relativas a la emisión de opciones sobre acciones para directivos o para la emisión de acciones con derechos de voto especiales.
- Estos requisitos deben cumplirse en todo momento para mantener su condición de empresa cotizada.

Contenido del folleto informativo (prospectus)

- Información de la compañía.
- Destino de los fondos recaudados.
- Efectos dilutivos de la oferta sobre las acciones existentes.
- Política de dividendos.
- Capitalización de la compañía.

NASDAQ (continuación)

Contenido del folleto informativo (<i>prospectus</i>) (continuación)	<p>Estados financieros auditados.</p> <p>Análisis de las condiciones operativas y financieras de la compañía realizado por la gerencia.</p> <p>Estructura del equipo de gerencia y retribución que reciben sus directivos.</p> <p>Transacciones entre la compañía y sus directivos.</p> <p>Nombre de los principales accionistas y sus tenencias de acciones.</p> <p>Acuerdo de aseguramiento de la oferta (<i>underwriting agreement</i>) y composición del sindicato vendedor.</p>
Información periódica obligatoria	<p>Informe anual de la compañía (formulario 10-K).</p> <p>Información financiera trimestral que incluya su análisis por los gerentes de la compañía (formulario 10-Q).</p> <p>Registro público de los hechos relevantes.</p> <p>Registro de la información a los socios con ocasión de las juntas de accionistas (<i>proxy statements</i>).</p>



La desmutualización de las sociedades rectoras de las bolsas españolas

Manuel Castilla

INTRODUCCIÓN

En los últimos años, la estructura de propiedad típica de los principales mercados de valores internacionales ha experimentado un significativo cambio que ha supuesto el abandono de la fórmula mutualista de la que históricamente se habían servido. Con el término desmutualización se alude a la reforma del régimen de titularidad de las organizaciones rectoras de las bolsas de valores, que dejan de tener como accionistas exclusivos a los intermediarios que actúan en ellas, para permitir la participación en su capital de personas externas a su organización. Este proceso de apertura del accionariado afecta a los principales mercados organizados de valores mundiales –por ejemplo, el Lse (London Stock Exchange) o el Nyse (New York Stock Exchange)–, que están incursos en diferentes estadios del mismo, y coincide en el tiempo con un proceso de concentración entre los mercados bursátiles que, especialmente en Europa, está alterando definitivamente la organización de este sector del sistema financiero.

Las bolsas españolas no son ya –no podían serlo– ajenas a estas transformaciones. En la Ley de Medidas de Acompañamiento a los Presupuestos Generales del Estado (pendiente de aprobación), se abre el camino a la desmutualización de las bolsas españolas (*rectius*, de sus sociedades rectoras) favoreciéndose su participación en la referida dinámica de concentración de los mercados de valores europeos. En concreto, el artículo 53 de la referida disposición reforma el contenido de los artículos 47 y 48 de la LMV (1) para suprimir el régimen imperativo de titularidad mutual de las sociedades rectoras de las bolsas de valores.

En este trabajo, analizamos el significado general de la desmutualización, y las posibilidades que, en

concreto, los nuevos artículos 47 y 48 de la LMV confieren a las sociedades rectoras de las bolsas de valores españolas. Para ello, en la parte I examinamos los fundamentos de la propiedad mutual y las transformaciones en el sistema financiero y su entorno, que han hecho palidecer sus virtudes originales. En la parte II, analizamos la lógica de la desmutualización, es decir, aquello que la apertura del capital a accionistas externos aporta a la eficiencia de las bolsas de valores. En la parte III, exponemos la articulación de la desmutualización en nuestro ordenamiento, analizando los cambios respecto al régimen precedente de la LMV, las especialidades que se prevén para las nuevas sociedades rectoras y los problemas de organización de nuestros mercados que los nuevos preceptos no acaban de solucionar.

I. LA DESAPARICIÓN DE LOS FUNDAMENTOS DE LA PROPIEDAD MUTUAL

1. Bolsas de valores y sociedades rectoras

Conviene delimitar, con carácter previo, qué son los mercados organizados de valores, porque su “naturaleza” viene resultando especialmente esquiva para sus estudiosos. Los trabajos clásicos sobre organización de la producción distinguen mercados y empresas (2), categorías en las que parecen asimilarse sin problemas la mayoría de las realidades institucionales observadas en la economía. Mucho menos específico ha resultado la clasificación de los mercados organizados de valores, los cuales han sido adscritos, en unas ocasiones, a la categoría de empresas, y en otras a las de mercado, aunque también se ha reivindicado para ellos un carácter híbrido, o incluso negado que la clasificación anterior sirva para categorizarlos (3).

Sin ánimo de mediar en una querella cuasiescolástica, creemos que los conceptos mercado y empresa son suficientes –y necesarios– para explicar qué es una Bolsa y qué se desmutualiza. Una Bolsa (4) implica necesariamente la existencia de un mercado, es decir, un foro para la negociación de un bien o servicio. Pero lo que define a una Bolsa es que el mercado se somete a una organización: nada impide que tal organización sea una empresa.

Nuestra legislación incorpora implícitamente esta distinción. En efecto, en sus artículos 45 y 46, la LMV se refiere a las bolsas como mercados secundarios de valores. Esta noción legal de Bolsa se contrapone a la de sociedad rectora, prevista en el artículo 47 LMV, ente al que se atribuye la gestión del citado mercado y la titularidad de los medios necesarios para el desarrollo de los intercambios en que éste consiste. Son, por supuesto, de estas sociedades rectoras de quienes se predica la desmutualización.

A nuestro modo de ver, negar el carácter de empresa de las sociedades rectoras es conceder relevancia a la forma sobre la sustancia (5). Es cierto que durante años estas entidades no soportaron competencia de otras bolsas rivales, pero nadie niega que una empresa monopolista sea una empresa. Es verdad también que, tradicionalmente, excluyeron de sus fines el reparto directo de una ganancia, pero también lo hacen muchas otras empresas cooperativas, de cuyo carácter de tales nadie duda: en ambos casos, el beneficio lo obtienen los socios en la realización de la actividad mutualista. En cualquier caso, hoy, aún admitiendo que tales aspectos tengan un valor esencial en la definición de empresa, han dejado de ser un obstáculo relevante para nuestros propósitos: ni las bolsas ostentan ya un monopolio sobre la negociación de valores, ni es preciso que desechen el lucro de entre sus objetivos (6).

2. Historia de la propiedad mutual y fundamento económico

En España, el modelo de propiedad cooperativo –o, por ser más precisos, mutual– no fue introducido hasta 1988, con la entrada en vigor de la LMV. En nuestro derecho histórico, las bolsas de comercio habían venido configurándose como entes de derecho público, en manos de agentes estatales que gozaban de un monopolio para la prestación de los servicios de intercambio de valores. Esta estructura jurídica –común a todas las bolsas del área jurídica latina– se ha explicado por su origen vinculado a la acción estatal (7).

Con la LMV se lleva a cabo la “privatización” de nuestras bolsas en un doble sentido. En primer lugar, la gestión de los mercados dejó de estar en manos públicas, para, al modo del modelo anglosajón, transferirse su titularidad a una organización formada exclusivamente por los intermediarios del mercado. En segundo lugar –y probablemente es la innovación más significativa de la reforma de 1988–, se modificó la naturaleza jurídica de los intermediarios, sustituyéndose los agentes de cambio y bolsa por meras sociedades privadas, cuyo acceso al negocio de los servicios de inversión se hace depender, desde entonces, de una mera autorización administrativa.

En cuanto a la organización gestora del mercado, como sabemos, se adoptó para ella la fórmula de sociedad anónima, cuya propiedad se restringió en favor de los miembros del mercado (8). Debe notarse que la participación en la propiedad del mercado se configuró en nuestro ordenamiento como una obligación, de forma que se creó un vínculo necesario entre los estatutos de miembro de la Bolsa y accionista de su sociedad rectora.

Esta solución es expresiva de la doble lógica económica de la propiedad mutual: por un lado, es un mecanismo de restricción del acceso al mercado, por otro, es un instrumento que sirve a la reducción de los costes en los servicios de inversión.

En cuanto a lo primero, Steil (1998) considera que el origen de la propiedad mutual está en la imposibilidad de albergar a todos los inversores en un mismo espacio físico, lo que obligó a limitar el acceso a las instalaciones de los mercados, convirtiéndose sus miembros en los intermediarios para el resto de los inversores, quienes, de un modo u otro (9), habían de utilizar sus servicios para cerrar las operaciones. En última instancia, la propiedad cooperativa de las bolsas no sería más que el resultado de un estado de la tecnología, que no permitía conducir de modo eficiente la negociación con un número excesivo de inversores.

Desde la segunda perspectiva, se ha explicado la adopción de un esquema de propiedad mutual por las bolsas como una expresión más de un fenómeno generalmente detectado en la economía, consistente en la consolidación de empresas que suministran ciertos bienes y servicios con otras empresas que necesariamente deben utilizarlos, a fin de reducir los costes de transacción en los contratos de suministro (Ferrarini, 1998). El razonamiento puede resumirse como sigue. Las bolsas han gozado históricamente de un monopolio sobre la actividad de intercambio de valores,

que les hubiera permitido cobrar un precio inefficiente por tales servicios. Los intermediarios habrían preferido asumir los costes derivados de la propiedad del mercado (*ownership costs*) que los mayores que hubiera causado la contratación en un contexto sin la suficiente competencia (10).

Aunque, ambas explicaciones aportan una luz considerable, ninguna termina de esclarecer la cuestión. Los argumentos de Steil no explican por qué la restricción de entrada al mercado se instrumentó, precisamente, mediante el sistema de propiedad mutual y no mediante otros mecanismos, igualmente útiles a tal fin. En cuanto al análisis de Ferrarini, no aclara por qué la propiedad fue atribuida a los intermediarios en vez de a los perceptores finales de los servicios de inversión: los inversores.

A nuestro modo de ver, existe un vínculo entre las restricciones de entrada al mercado y sus costes de funcionamiento, y entre éstos y el sistema de propiedad mutual. Las restricciones de entrada fueron una exigencia del funcionamiento de los intercambios en las bolsas. El objeto de los intercambios bursátiles son valores cuya existencia no queda acreditada durante las sesiones. Tampoco su precio se desembolsa de manera inmediata. Por esta razón, la solvencia financiera y jurídica de los contratantes es la principal garantía con la que cuentan sus contrapartes para asegurar la ejecución final de sus operaciones. Pero, como quiera que la contratación en Bolsa exige una veloz toma de decisiones, no existe el tiempo suficiente para acreditarse de las condiciones de las personas con quien se negocia. Por ello, nadie tomará el riesgo de negociar con desconocidos, cuyo futuro comportamiento resulta impredecible. Dicho de otra manera, éste es un contexto en el cual los costes de control (*monitoring costs*) (11) sobre un conjunto ilimitado de participantes son prohibitivos.

La propiedad mutual ha actuado como un mecanismo de control del correcto comportamiento de los participantes en Bolsa. Para participar en la contratación, es preciso cumplir con las obligaciones derivadas del estatuto de socio, que aseguran al resto de participantes las condiciones que otorgan una mayor seguridad a sus operaciones. Los intermediarios poseen incentivos que les mueven a cumplir tales obligaciones estatutarias: infringirlas significa dejar de ser socio, y con ello se pierde por completo la posibilidad de participar en el negocio de la intermediación; además, como propietarios, sufren los beneficios o perjuicios del mayor o menor éxito del mercado, el cuál depende, en buena parte, de su comportamiento.

Por otra parte, la fórmula de la participación en una sociedad evita la necesidad de un contrato entre cada uno de los socios que asegure el cumplimiento recíproco de sus obligaciones. El vínculo social obliga a todos los socios a adecuar su comportamiento con el resto a las reglas que se establezcan, sin necesidad de que medie entre ellos un contrato explícito (12).

3. Transformaciones en el contexto de los mercados de valores en los últimos dos decenios: la pérdida del monopolio de las bolsas

La desmutualización de las principales bolsas mundiales se explica por los profundos cambios ocurridos en su entorno en los últimos quince años. Durante este periodo, hemos asistido a un crecimiento de la competencia entre mercados organizados de valores, que hace inservible el paradigma monopolista en la regulación, gestión y análisis de estas entidades. El modelo de propiedad mutualista fue una solución eficiente para organizar la propiedad de los bolsas cuando monopolizaban el mercado de valores en una cierta área geográfica, pero, perdido el monopolio, la titularidad cooperativa ha devenido un inconveniente para el buen porvenir de estas entidades.

Se ha dicho que la pérdida del monopolio bursátil es el resultado de un paisaje financiero nuevo, caracterizado por significativos cambios tecnológicos, por la internacionalización de los mercados y por la irrupción de los sistemas alternativos de contratación. Éste es un modo simple de aproximarse a la interacción compleja de estos fenómenos: desde otra perspectiva, es la competencia entre mercados la fuerza que ha estimulado la búsqueda de nuevas soluciones técnicas y financieras y ha demandado la revisión de la respuesta regulativa pública. Por esta razón, más que un modelo de su interrelación, se hace aconsejable un enfoque contextual.

Tecnología. En estos lustros, han sido constantes las innovaciones tecnológicas en materia de telecomunicaciones y proceso de datos, que han transformado el modo de conducir el intercambio de los valores negociados, permitiendo a inversores e intermediarios un control mucho más cercano de la evolución de la contratación. Como es sabido, desde mediados de los ochenta, el empleo de terminales informáticas había venido permitiendo a los intermediarios el acceso remoto a los sistemas de contratación. Mediante esta tecnología –en España, adoptada pronto por el Sistema de Interconexión Bursátil (SIB) (13)–, los intermediarios introducen las órdenes desde su propia

sede, lo que ha llevado a la desaparición en muchas bolsas de la contratación de viva voz. La expansión de internet, en la segunda mitad de la década de los noventa, implica un cambio cuyas consecuencias son aún más significativas que las innovaciones de la década precedente. Internet permite a los inversores acceder directamente a los sistemas de contratación, introduciendo sus órdenes en tiempo real, sin necesidad de contar con los servicios de un intermediario que gestione sus órdenes. Nuevos mercados organizados, e incluso algunas bolsas tradicionales, comienzan a aprovechar esta posibilidad. El acceso directo de los inversores se configura como el primer factor de cambio en el horizonte próximo de los mercados.

Internacionalización. La competencia internacional entre bolsas provino, en primer lugar, del empleo de instrumentos financieros –como los ADR– que permitían conducir la negociación de valores en diferentes mercados internacionales, rompiendo el histórico confinamiento de los emisores en sus bolsas nacionales (14).

En la década de los noventa, la multinegociación es sólo una faceta de la rivalidad entre plazas bursátiles. En este período, han sido creados foros de contratación con vocación de convertirse en la vía primaria para que determinados emisores puedan acceder al ahorro público, sin necesidad de ser previamente admitidos a negociación en sus respectivos mercados nacionales. Es el caso de EASDAQ (15), el mercado paneuropeo para pequeñas y medianas empresas (16). EASDAQ permite a las PYME europeas acceder directamente a la inversión procedente de todos los estados miembros de la UE, superando las barreras derivadas de la fragmentación de las bolsas y reduciendo el coste de capital de aquéllas.

Parecidas aspiraciones posee la red de mercados EURO.NM, creada a principios de 1996 para integrar en una plataforma de negociación común los “nuevos mercados” creados en toda Europa a la sombra de las principales bolsas, como respuesta a las especiales necesidades de las empresas es los sectores tecnológicos (17).

Sistemas alternativos de contratación. La competencia por la captación de *order flow* se hace todavía más encarnizada en la segunda mitad de los noventa, con el auge de los sistemas alternativos de contratación a las bolsas establecidas (18). Estas nuevas entidades compiten con los mercados tradicionales mediante el empleo de las tecnologías de transmisión de la información en tiempo real –principalmente internet–

y sistemas computerizados de gestión de órdenes. Aunque la proliferación de estas empresas, la variedad de los servicios que cada una ofrece y el diferente tratamiento que en cada ordenamiento jurídico se les concede hace imposible reducirlas a un patrón común, todavía es posible identificar ciertos rasgos que las diferencian de los mercados tradicionales (19). Las características diferenciales conciernen, principalmente, al sistema de contratación empleado, que suele permitir a los inversores introducir las órdenes por sí mismos (20), y a la estructura de su propiedad, que excluye la forma mutualista a favor de mecanismos convencionales de titularidad privada.

Si los sistemas alternativos de contratación responden a las preferencias de ciertos inversores es, en gran parte, por la citada posibilidad de evitar la interposición de un comisionista. Es notable, sin embargo, que la elección de esta vía no obedezca a una misma razón para todos los inversores: dependiendo de la informatividad de sus órdenes, éstos tienen diferentes incentivos para evitar al intermediario. Mientras para los pequeños inversores sólo se trata de ahorrarse el pago de una comisión (21), en el caso de los inversores sofisticados, la elección de un foro de contratación alternativo es síntoma de la preferencia por el anonimato en la ejecución de sus operaciones (22).

El éxito de los sistemas alternativos de contratación, dando respuesta a necesidades no satisfechas por los mercados tradicionales, puede verse como una consecuencia de su titularidad privada abierta –no mutual–, que permite una más eficiente orientación de gestión hacia los inversores, como clientes directos del mercado, y no de sus intermediarios.

4. Competencia comunitaria, regulación española

La historia reciente de los mercados de valores europeos está marcada por la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión (DSI). Las reglas contenidas en la DSI impiden a los estados miembros crear obstáculos legales a la competencia entre las diferentes entidades que participan en el negocio de la intermediación bursátil en la Unión Europea.

Por lo que a las bolsas nacionales se refiere, con la DSI, pierden la posibilidad de blindar su posición frente a entidades rivales mediante regulaciones favorecedoras de una posición de privilegio. Esta política regulativa de remoción de las barreras a la competencia entre bolsas tiene un nombre preciso: desconcentración. Con ella, se pretende asegurar la

libertad de emisores, intermediarios e inversores para escoger el “mercado regulado” donde desean conducir sus operaciones, sin que las regulaciones nacionales puedan coartar, directa o indirectamente, su selección.

La liberalización de la negociación en las bolsas europeas se articula sobre la categoría de “mercado regulado”, a la que pueden acceder aquellos foros de contratación que cumplan las condiciones establecidas en el artículo 1, núm. 13, DSU (23), en relación con el funcionamiento del mercado, la admisión a negociación y las normas de transparencia y *reporting*.

La laxitud de estos requisitos –en especial, el de transparencia de las operaciones– ha permitido que la práctica totalidad de las bolsas europeas hayan sido reconocidas como mercados regulados.

Aunque la desconcentración no se limita a los “mercados regulados”, la DSU permite a los estados miembros establecer que la decisión de conducir una operación en mercados no reconocidos como “regulados” pueda ser sometida a autorización por las legislaciones nacionales (24). De ahí que el derecho comunitario cree un sesgo en favor de la negociación en “mercados regulados” –recogido, después, por las disposiciones de implementación–, lo que convierte la pertenencia a esta categoría en un objetivo deseable para todas las entidades dedicadas a facilitar el encuentro de las órdenes de los inversores en valores.

Para aspirar al reconocimiento como “mercado regulado” comunitario, no es preciso adoptar una forma jurídica precisa. Ello hace posible que los nuevos sistemas privados de contratación adquieran el estatuto de “mercado regulado” (25) en igualdad de condiciones con las bolsas tradicionales, a cuyo fin, les basta con cumplir con las “suaves” condiciones del artículo 1º DSU y encontrar una autoridad nacional dispuesta a reconocerlos como tales.

La libertad para escoger el mercado regulado en el que negociar se traduce en un marco de completa competencia entre los foros de contratación comunitarios –con independencia de su origen, modelo de propiedad o gestión– que debe repercutir en el beneficio del inversor y del conjunto del sistema financiero. La ausencia de armonización de la regulación interna de los mercados es el corolario lógico de un entorno de rivalidad entre estas instituciones. Puesto que la satisfacción del inversor es el factor que arbitra el éxito de un foro de contratación, sólo aquellos que se organicen de modo eficiente conseguirán sobrevivir a la competencia de sus rivales. La competencia entre “mercados de valores” se transforma en competencia

entre las regulaciones nacionales de cada estado miembro, la bondad de las legislaciones internas que regulan la estructura y organización de sus bolsas ha de verificarse en el mercado europeo de los servicios de inversión, en el que éstas han de competir en condiciones de igualdad con otras bolsas tradicionales y con sistemas alternativos de contratación.

Se comprende, desde esta perspectiva, la libertad que el nuevo artículo 48 LMV concede a las sociedades rectoras de nuestras bolsas para decidir el modelo de propiedad que estimen más oportuno. El antiguo contenido del artículo 48 LMV fosilizaba la estructura jurídica de nuestras bolsas, obligándolas a adoptar el modelo de propiedad mutual, sin dejar alternativa legal alguna para su modificación por los miembros del mercado. Siendo ciertos los beneficios que la creación de este sistema de propiedad tuvo en 1988, en el entorno jurídico actual se había convertido en una amenaza para la competitividad de nuestros mercados.

La reforma de los artículos 47 y 48 LMV es sólo un síntoma del profundo cambio de orientación en la regulación de los mercados de valores españoles a que obligan el principio de mutuo reconocimiento y la política de desconcentración, que es una expresión parcial del primero. La legislación española en la materia debe, ahora, compatibilizar sus objetivos tutivos con la garantía de la posición competitiva internacional de las principales entidades de nuestro sistema financiero, evitando que la regulación nacional les imponga costes excesivos.

II. LA LÓGICA DE LA DESMUTUALIZACIÓN

1. Desmutualización y gestión de las sociedades rectoras

La desmutualización es consecuencia de la necesidad de las bolsas de adaptarse al nuevo entorno competitivo, en el que la estructura de propiedad cooperativa ha dejado de ser un mecanismo eficiente para organizar la titularidad de los mercados. En un ambiente de rivalidad entre foros de contratación, la restricción de la propiedad a favor de los miembros estrangula las vías de financiación del mercado y perjudica su gobierno.

En efecto, una ventaja evidente que proporciona la desmutualización es la apertura de nuevas fuentes de suministro de recursos propios. Los mercados mutuales han limitado tal vía de financiación a las aportaciones de sus miembros. Históricamente, la

restricción de las posibilidades financieras de las sociedades rectoras no ha tenido consecuencias apreciables: el negocio de la Bolsa, en sí, no necesitaba inversiones excesivamente elevadas, que no hacían necesario acudir a financiadores extraños (Ferrarini, 1998, página 253). Hoy, las circunstancias han cambiado y, con ellas, la demanda de capital. La tecnificación de la contratación ha convertido la Bolsa en un negocio más caro, que requiere de inversiones crecientes en tecnología, organización y supervisión. Además, las fuentes tradicionales que las bolsas han podido utilizar para financiar sus inversiones –como, por ejemplo, los cánones de admisión a cotizarse– se ven ahora constreñidas en su cuantía por los precios fijados en entidades de contratación rivales. Un precio demasiado alto desviará emisores e inversores hacia la competencia.

Aceptando las ventajas en cuanto a la financiación, los factores de mayor peso en la desmutualización de los mercados son los relacionados con la mejora de su gobierno. A nuestro modo de ver, la apertura del accionariado de las sociedades rectoras hace más eficiente su gestión por dos razones: porque reorienta su gobierno hacia las demandas del inversor y porque elimina un sistema de decisión, basado en la igualdad de voto, que conduce a decisiones contrarias al bienestar económico total de sus miembros. Examinamos inmediatamente el primero de los argumentos, dejando el segundo para el próximo apartado.

Las bolsas organizadas bajo fórmulas de propiedad mutual –que, por lo general, no conceden acceso directo a los sistemas de contratación– no tienen al inversor por cliente directo: los inversores son clientes de los intermediarios, quienes, a su vez, son los clientes del mercado, cuya propiedad consolidaron en sus manos, por los argumentos de eficiencia antes expuestos.

Dentro de los márgenes establecidos por la regulación pública, los gestores de la sociedad rectora han de satisfacer los intereses de los intermediarios propietarios antes que a los propios inversores. Aunque en la mayoría de las decisiones los intereses de los intermediarios se alinean con los de sus clientes, hay situaciones en las que ambos entran en conflicto. Pero, en un ambiente competitivo, se hace necesario que las bolsas orienten su negocio a los inversores, quienes de otro modo, acudirán a foros de contratación rivales.

Nuestro argumento es que los órganos gestores de mercados desmutualizados se encuentran en una

mejor posición para tomar medidas de reforma que tengan por referencia al inversor antes que al intermediario. Es el caso de la decisión de permitir el acceso directo de los inversores a los sistemas de contratación. Puesto que los inversores acuden a los sistemas alternativos de contratación en demanda de este servicio, los mercados tradicionales han de considerar la conveniencia de que sus clientes gocen de tal oportunidad. Como quiera que el acceso directo eliminaría una sustancial porción de los ingresos de los miembros –las comisiones cargadas por la intermediación–, cabe dudar que los gestores de un mercado mutual tengan los incentivos necesarios para adoptar esta modalidad de contratación, aun cuando sea beneficiosa para la eficiencia del conjunto del mercado (26).

La desmutualización mejora la eficiencia en el gobierno de los mercados (27), fortaleciendo su capacidad de respuesta a la competencia. La incorporación a los órganos de administración de nuevos consejeros, quienes no representan a los miembros del mercado (28), sino a los nuevos “accionistas externos”, libera a los mercados “de los intereses parciales de sus miembros” (29), eliminando interferencias que obstaculicen la adopción de los acuerdos más eficientes.

2. Desmutualización y ruptura del sistema de igualdad de voto

El sentido de la administración y gestión de una empresa depende tanto de la identidad de quienes participan en su capital como de la cuota de capital que corresponde a cada uno. El modelo de propiedad de nuestras bolsas, delineado por la LMV en 1988, y ratificado en 1998 (30), estableció un sistema de participación en su capital entre los miembros del mercado que divide a éstos en dos grupos –aquellos que pueden operar por cuenta propia y quienes sólo pueden hacerlo por cuenta ajena–, otorgando a los intermediarios pertenecientes al mismo grupo igual cuota de capital. Con ello se otorgaba, en principio, un idéntico poder de voto en los acuerdos de la sociedad rectora a los miembros de cada grupo.

El sistema así delineado se ajustaba formalmente a lo que el análisis económico del derecho nos enseña sobre la toma de decisiones óptimas en una sociedad: el poder de voto de los socios debe ser proporcional a su interés en la sociedad. De esa manera, se consigue incorporar a los acuerdos la máxima información posible, procedente de los votos de quien tiene mayores incentivos para capturarla (31).

Pero cuando se repara en la diferente sustancia económica de las bolsas de valores, respecto a otras empresas, se disipa la aparente eficiencia del sistema de propiedad que resulta de un análisis formal. La cuota de capital que un intermediario posee en una sociedad rectora de Bolsa no es expresiva de su interés económico en ella. En una sociedad convencional, de la participación en el capital depende, en principio, la participación en los beneficios de la empresa. En cambio, un intermediario no espera beneficios directos de su participación en una sociedad rectora mutual, sus ingresos proceden de las comisiones (32) cargadas a los inversores que utilizan sus servicios. Por ello, los incentivos para votar en un sentido u otro no proceden de los posibles rendimientos que un cierto acuerdo ha de reportar a una sociedad rectora, sino de la medida en que puede beneficiar el particular negocio de intermediación del miembro-accionista.

En esta perspectiva, se comprende el desajuste entre poder de decisión e incentivos en las sociedades que funcionan de acuerdo con este principio igualitario: la cantidad de votos asignada a cada miembro es la misma; en cambio, el interés económico de cada uno es distinto, depende del volumen de su negocio de intermediación. La mera ponderación de si los miembros del mercado desarrollan su actividad por cuenta propia o ajena no es un criterio lo suficientemente sensible del interés real de cada uno (33).

Debe reconocerse, no obstante, que el sistema de igualdad de voto en las sociedades rectoras, tiene más sentido económico de lo que pueda parecer a primera vista. A diferencia de los inversores en las sociedades ordinarias, los miembros de las sociedades rectoras tienen un conocimiento directo del funcionamiento de la empresa en la que participan, del estado de su tecnología y de la coyuntura económica que le afecta, por lo que han de soportar menores costes de información para la toma de una decisión en particular. Por pequeño que sea un intermediario, en principio, estará en mejores condiciones para evaluar el significado de un acuerdo que un inversor externo a la empresa.

A pesar de ello, la eficiencia de este sistema de propiedad y voto es cuestionable. La condición de expertos de los miembros-socios palió la desviación del sistema de decisiones de la Bolsa del modelo más eficiente, en cuanto garantiza la informatividad de las decisiones, pero no corrige la desalineación entre el interés particular de cada uno y la eficiencia general del mercado. Los acuerdos de la sociedad gestora pueden afectar de manera distinta a unos intermedia-

rios y a otros. Bajo el sistema de voto igualitario, tenderán a adoptarse aquellas decisiones que beneficien a un mayor número de intermediarios, pero el beneficio de un mayor número de miembros no significa necesariamente un mayor beneficio para el conjunto de los intermediarios del mercado (34).

Todavía puede pensarse en ciertas ventajas de un mecanismo igualitario de propiedad y control en una organización que precisa de una especial confianza entre todos los socios, y en la que, además, se ejercen sobre ellos ciertos poderes de autorregulación (35). Probablemente, tales beneficios han venido compensando los costes ocasionados por la adopción de decisiones subóptimas (36). Pero cuando las bolsas se han visto sometidas a la competencia de otros foros de contratación, la inefficiencia del sistema de igualdad de participación y voto se ha convertido en un lastre demasiado pesado, y su reforma se ha hecho necesaria.

La desmutualización es el conducto para romper la igualdad de voto. Si la inercia desmutualizadora de las bolsas internacionales no se ha iniciado antes es porque, en muchos casos, la estructura de propiedad y gestión de sus órganos rectores, era establecida imperativamente por la regulación pública, antes que por el acuerdo entre los intermediarios que participaban en el mercado (37).

3. La gestión de las bolsas con accionariado externo

Los órganos de gestión de una Bolsa bajo propiedad mutual son nombrados directamente por los miembros-socios, en quienes coincide un conocimiento cercano del negocio de la intermediación y un interés directo en la actividad del gobierno del mercado. Los decisivos incentivos de los intermediarios para influir en la administración de las sociedades rectoras mutuales han eliminado en éstas los problemas de separación entre propiedad y control que vienen preocupando a los teóricos del gobierno de las compañías, desde Berle y Means.

La apertura del accionariado a socios externos diluye los vínculos directos entre la propiedad y el control de las sociedades rectoras. Los socios no tienen por qué tener conocimientos especiales sobre el "negocio" de las bolsas de valores y, dependiendo del tamaño de su cuota de capital, podrían no tener tampoco los incentivos suficientes para sufragar los costes de información que la participación en la gestión requiere.

Que los gestores de sociedades rectoras con accionariado externo observen un comportamiento diligente en favor de sus "principales" se confía a los mismos mecanismos que operan en las grandes sociedades ordinarias. El principal de estos instrumentos es el mercado para el control de las sociedades, al que quedarán sometidas las bolsas (*rectius*, sus directivos y administradores) una vez que las acciones de su sociedad rectora se distribuyan entre personas "externas". Así, si los gestores no son capaces de crear el suficiente valor para sus accionistas, éstos accederán a las ofertas de adquisición de otras entidades o personas que vislumbren la posibilidad de una gestión más eficiente de la sociedad rectora, y que pretendan sustituir a los administradores inefficientes mediante la toma de control de la entidad (Romano, 1992). Como es sabido, la "amenaza" de la toma de control reduce los costes de agencia entre los socios y los gestores (38), evitando gastos de supervisión y minimizando la inevitable pérdida residual de valor (39).

Además, la informatividad de los precios de los valores emitidos por una sociedad abierta permite fidelizar a los directivos de las sociedades rectoras mediante planes de opciones sobre acciones, cuyo bajo coste para la entidad –en comparación, por ejemplo, con la participación en beneficios– y la casi completa alineación de sus intereses con los propios de los accionistas los convierten en un instrumento óptimo para mitigar los costes de agencia.

La observación de los procesos de desmutualización de los principales mercados revela, no obstante, que la apertura del accionariado se ha planificado, en la mayoría de los casos, en forma escalonada. El capital de las sociedades rectoras se ha colocado inicialmente entre inversores institucionales y las propias sociedades admitidas a cotización en los mercados desmutualizados. Restringiendo de esta manera la colocación de los valores, se ha impedido una dispersión del accionariado que configure una conflictiva relación entre propietarios y gestores según el paradigma "berliano". La lógica de la colocación inicial entre inversores cualificados es, precisamente, la de impedir una brecha prematura entre propiedad y control; para ello, el capital se ha distribuido entre entidades informadas sobre cómo funciona una Bolsa y con capacidad e incentivos para supervisar su gestión sin incurrir en costes de agencia prohibitivos.

El recurso a bloques de control, empero, no ha impedido los primeros intentos de toma de control hostil sobre las bolsas desmutualizadas: la oferta del grupo de control de la Bolsa de Estocolmo sobre el LSE (40)

parece el aperitivo de una competencia caníbal entre los mercados de valores europeos (41).

4. Desmutualización y futuro de la actividad de intermediación

La desmutualización de las bolsas españolas abre el camino a futuras reformas de su estructura y funcionamiento, en especial, de sus sistemas de contratación (42). En los apartados precedentes, hemos expuesto cómo el cambio en el sistema de propiedad de las bolsas está relacionado con la redefinición del papel del intermediario en los mercados de valores contemporáneos, en particular, las nuevas oportunidades que se ofrecen a los inversores para acceder directamente a los sistemas de contratación.

Sin perjuicio de lo anterior, conviene no sobreestimar el impacto de la tecnología sobre el desarrollo futuro de la actividad en los mercados de valores. Algunas voces afirman que internet ha hecho obsoletos aquellos sistemas de contratación cuyo acceso queda limitado a los profesionales del mercado. Según sus argumentos, las computadoras conectadas a través de las redes de información proporcionan a los inversores la posibilidad de encontrarse, sin necesidad de que intervenga un intermediario que vincule órdenes de sentido contrario y que cobre por ello una comisión. Todavía menos sentido –en el parecer de quienes así opinan– tendría la intermediación por cuenta propia, porque los inversores podrían ahorrarse el pago del "margen" contratando directamente entre ellos.

Tales afirmaciones ignoran la microestructura del mercado y subestiman el papel real que los intermediarios desempeñan en el proceso de intercambio de valores negociables. Las funciones de *brokers*, *dealers*, creadores de mercado o especialistas superan el mero enlace entre compradores y vendedores dispersos en el espacio y en el tiempo. Más allá de tales tareas, los intermediarios contribuyen a asegurar la efectividad de las operaciones, a crear los precios y a garantizar la liquidez del mercado (43).

Los intermediarios y el "control" de acceso al mercado. La garantía de la ejecución de las operaciones es la función que más nos interesa ahora. Los mercados "intermediados" otorgan a los inversores una cierta seguridad de que efectivamente se cumplirán las operaciones a los precios a que se han cruzado. Si los sistemas de contratación de las principales bolsas pueden garantizar a los participantes la debida ejecución de los contratos es porque éstos se realizan a

través de intermediarios, cuyo tamaño, experiencia y necesidad de mantener una buena reputación, alinan la posibilidad de fallo en el cumplimiento de las prestaciones.

Por ejemplo, la ejecución de las órdenes que se crucen en el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) viene garantizada por la normativa del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) (44), que asegura a las contrapartes la entrega de los valores negociados y el pago de las cantidades pactadas (45).

El SCLV asume el compromiso con las contrapartes de asegurar la disponibilidad de los valores porque todas las órdenes son introducidas por intermediarios, lo que reduce notablemente los casos de fallo en la entrega, los cuales pueden ser cubiertos mediante los mecanismos de préstamo y recompra reglamentariamente previstos (46). Igualmente, la limitación de acceso al sistema permite implementar un sistema de fianzas colectivas en garantía del buen fin de las operaciones (47), en el que las entidades adheridas al servicio participan en proporción a su actividad en el mercado.

Es cierto que el intermediario puede actuar por cuenta de un inversor sobre cuya fiabilidad no tiene noticia el resto de los miembros o ello ocurre, precisamente, porque éstos confían en la referencia proporcionada por el hecho de que la orden ha sido aceptada por el citado intermediario, el cual cumple el rol de *gatekeeper* respecto a quienes pretendan acceder al mercado, detectando la solvencia de los inversores que demanden sus servicios como mero comisionista para una cierta operación.

El argumento es el mismo empleado para explicar el carácter mutual de las bolsas: los costes de agencia en la contratación con un número indefinido de inversores, cuya solvencia y voluntad de cumplir es desconocida, puede hacer inviable la existencia de un mercado. De ahí que la desmutualización de los mercados y la eliminación de las restricciones de acceso a los sistemas de contratación no guarden una relación necesaria. Es probable que en el futuro se flexibilice la posibilidad de acceso directo del inversor a los sistemas de contratación, pero es igualmente probable que subsistan filtros atendiendo a los tipos de órdenes y a la identidad de quienes las introducen. Hasta que la realidad no demuestre lo contrario, la labor del intermediario como *gatekeeper* del mercado es valiosa.

Los intermediarios y la liquidez de los valores. Más explícita es la importancia de la intermediación “por

cuenta propia” en los sistemas de contratación de los “nuevos mercados”. Éstos son foros de contratación, surgidos en la mayoría de los sistemas financieros desarrollados al objeto de proporcionar un ambiente adecuado para la negociación de los valores emitidos por nuevas empresas cuyo “alto potencial de crecimiento” permite apelar al ahorro público, a pesar de que, frecuentemente, su capital inicial es pequeño. La reducida capitalización implica un escaso número de operaciones sobre cada valor, de ahí las dificultades para conseguir la liquidez necesaria mediante la contratación automatizada continua, y la necesidad de recurrir a los intermediarios, quienes se encargan de “crear mercado”, comprando y vendiendo por cuenta propia a los inversores que no encuentran una contraparte (48).

En realidad, no hay nada nuevo en la solución adoptada para los “nuevos mercados” al problema de la liquidez. La acción “por cuenta propia” de los intermediarios bursátiles ha venido sirviendo para ejecutar las órdenes de gran tamaño sobre los valores negociados ordinariamente en Bolsa, eliminando así los problemas de inmediatez y de parasitación de información que plantearía la ejecución de la operación en el sistema de contratación principal (49).

III. LA DESMUTUALIZACIÓN EN LA LEY DE ACOMPAÑAMIENTO

1. El doble sentido de la reforma de la propiedad de las bolsas

En la reformada LMV, se ha estructurado la desmutualización de las bolsas de valores españolas en un doble nivel. En primer lugar, se permite la participación en el accionariado de las sociedades rectoras de personas o entidades distintas de los miembros de las bolsas, abriendo así su capital a socios externos. En segundo lugar, el nuevo artículo 47 LMV desvincula la condición de miembro del mercado, de aquella otra de socio accionista de su sociedad rectora, haciendo posible operar como intermediario de nuestras bolsas sin necesidad de participar en su capital.

Debe notarse que ambas posibilidades se configuran en la LMV sólo como eso, como meras posibilidades. Por un lado, la decisión final de desmutualizar las bolsas de valores corresponde a los órganos de la sociedad rectora, el nuevo artículo 48 LMV se ha limitado a remover los obstáculos legales que les impedían adoptar tal acuerdo. Por otro lado, aun cuando se haya decidido desmutualizar la Bolsa, que sus miembros actuales pierdan la condición de socios, re-

quiere que se deshagan de su participación en el capital de la sociedad rectora.

La libertad de las sociedades rectoras para decidir su desmutualización es trasunto de la lógica de competencia entre regulaciones que, como hemos visto, caracteriza esta área normativa. El legislador español pretende liberar a las bolsas de la desventaja competitiva de no poder escoger su estructura jurídica en un entorno en el que entidades rivales lo hacen, pero la evaluación de si, efectivamente, la propiedad mutual es un coste y, más aún, de cuál es la forma adecuada para sustituirla corresponde a sus sociedades rectoras.

2. La condición de miembro del mercado

Hasta ahora, para ser miembro de uno de los mercados bursátiles españoles se requería la participación en el capital de la sociedad anónima gestora (50). Ello obligaba a modificar las participaciones accionariales (51) cada vez que un nuevo miembro era admitido a la Bolsa, o era cesado, ampliando o reduciendo el capital social cuando era necesario (52).

El nuevo artículo 47 LMV disocia las condiciones de miembro y accionista del mercado. Para ser miembro de una de nuestras bolsas, las entidades de crédito o empresas de servicios de inversión que puedan aspirar a ello (53) sólo necesitan un acto expreso de admisión por parte de las sociedades rectoras, para cuya concesión bastará acreditar ante la CNMV la capacidad y el compromiso de cumplir con las reglas del mercado (art. 37 LMV) (54).

La eliminación del deber de participar en el capital de las sociedades rectoras simplifica el procedimiento para obtener el “título” (55) de miembro del mercado, contribuyendo a hacer efectiva la libertad de acceso para los intermediarios establecida en la DSI, cuya vigencia práctica había sido recientemente cuestionada. El derecho de acceso a los mercados regulados comunitarios fue concebido como un instrumento para conectar –indirectamente– los diferentes foros de contratación europeos, poniéndolos al alcance de todos los inversores comunitarios, a través de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. La posibilidad de que un inversor tuviera acceso a cualquier mercado regulado a partir de su intermediario habitual, se creyó, aseguraba una mayor integración en los fragmentados mercados de valores europeos, mejorando así la financiación de las empresas, y reducía los costes de arbitraje para los valores multinegociados, aumentando la calidad de los precios creados por las bolsas.

Pero la DSI ha sido víctima de su laxitud en esto. Al objeto de hacer compatible la Directiva con los diferentes sistemas bursátiles existentes en la Comunidad, se dejó a los estados miembros libertad para decidir si el acceso había de producirse directamente o previa adquisición de la condición de miembro del mercado. Aprovechando la segunda posibilidad, la reforma de 1998 continuó vinculando el acceso a los sistemas de contratación de nuestras bolsas con la obtención de la condición de miembro, y ésta, con el desembolso de la correspondiente participación accionarial.

El “Pasaporte Único” para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión europeas no ha producido la esperada explosión de la competencia en el sector. La necesidad de abonar la cuota de capital ha frenado la expansión de la actividad de los intermediarios comunitarios en las bolsas europeas (56). El legislador español ha sido sensible a las demandas de flexibilización de las restricciones a la competencia en el sector de los servicios financieros procedentes de la Comisión Europea (57) o la propia comunidad académica (Lannoo, 1999). El nuevo sistema de acceso libera a los intermediarios del coste de la capitalización del mercado, favoreciendo la entrada en nuestras bolsas de los inversores comunitarios, usuarios de sus servicios (58).

3. El accionariado de las bolsas desmutualizadas

El aspecto esencial de la desmutualización es la desaparición de la titularidad exclusiva de los miembros de las bolsas sobre las sociedades rectoras (59), autorizándose la participación en su capital de “otras entidades o personas”.

Es necesario hacer alguna puntuación sobre la apertura del accionariado. En una sociedad anónima típica, la titularidad del capital está abierta a cualquiera que quiera arriesgar su dinero en la empresa gestionada; de ahí la dispersión de la propiedad entre inversores de distinta naturaleza que, por lo general, no tendrán ningún tipo de relación con la actividad mercantil de la sociedad. Pero, como hemos visto, la desmutualización de las sociedades rectoras no ha significado una apertura indiscriminada de su capital social, en cambio se ha llevado a cabo una colocación selectiva de las participaciones entre inversores cualificados, sin perjuicio de la posibilidad de una futura difusión a otro tipo de accionistas. De hecho, el modelo de propiedad plenamente abierta es el escenario que se divisa en el futuro de las bolsas euro-

peas, pero en la fase del proceso en que nos encontramos, en la mayoría de los casos el acceso al capital dista de ser libre para el inversor no sofisticado.

Este contexto explica la vaguedad del contenido del reformado artículo 48. 1 LMV. El precepto persigue liberar el mayor espacio de decisión a favor del gobierno, o las comunidades autónomas con competencias en la materia, para que establezca reglamentariamente las condiciones de “acceso y permanencia en el capital, así como los criterios de distribución del mismo”, que habrán de ser concretados por los órganos de las sociedades rectoras mediante los oportunos acuerdos societarios, tras su aprobación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (60).

El artículo 48. 1 LMV se centra en la regulación de aquellos aspectos de la apertura del accionariado, que, por estar previstos en la LSA, no podían ser después alterados en el reglamento previsto. En concreto, se hacen dos cualificaciones al régimen general de los “aumentos, reducciones y enajenaciones de capital”. La primera, prevé que en aquellos casos en que la junta general autorice al consejo de administración para que sea este quien acuerde los “derechos y condiciones” de los citados negocios sobre el capital, se inapliquen las normas de la LSA sobre autocartera (61), en relación con el derecho de suscripción preferente (62) y de requisitos para la reducción del capital (63). La segunda establece que en el resto de ampliaciones de capital las acciones que se emitan sólo podrán ser suscritas por los accionistas.

Una duda interpretativa que el tenor del artículo 48 LMV plantea es si los futuros miembros conservarán el derecho a participar en el capital de la sociedad rectora. En efecto, el párrafo tercero del artículo 48. 1º LMV, establece que el capital de las sociedades rectoras “se distribuirá entre los miembros de las bolsas de valores que deseen participar en ese capital”. El precepto no plantea ningún problema respecto a aquellos que ya son miembros de la sociedad rectora, y tan sólo les asegura la conservación de su posición; en cambio, sí que cabe preguntarse por la situación de los futuros miembros del mercado: ¿se les garantiza a éstos también la posibilidad de participar en el capital? La ausencia de argumentos determinantes en el texto de la LMV difiere la solución al reglamento que se dicte en desarrollo de su artículo 48.

Precisado a quienes corresponde tal derecho, quedará por resolver su extensión: la cuota de capital que ha de corresponder a los miembros que opten por convertirse en accionistas. La reforma de 2000 elimina la formulación legal del principio de igualdad ac-

cionarial entre miembros, pero deja vía libre al gobierno para establecerlo por vía reglamentaria, toda vez que le faculta para establecer “las condiciones de [...] distribución” del capital social”. Es probable que el reglamento mantenga la igualdad inicial de la participación de los miembros, la cuestión es que, después, los miembros del mercado serán libres para ampliar o reducir su cuota, adquiriendo o vendiendo las acciones emitidas. En todo caso, en ausencia del referido reglamento, plantearse estas cuestiones es pura especulación legal (64).

4. La remuneración del accionista

La apertura del accionariado hace necesario reconsiderar el papel de los beneficios en las sociedades rectoras. Mientras estas entidades han sido propiedad de sus miembros, el reparto de los beneficios obtenidos a través de las diferentes fuentes de ingresos del mercado (65) se ha llevado a cabo, principalmente, según planteamientos mutualistas; esto es, el socio miembro recibe de la sociedad rectora los mejores servicios posibles al menor coste. Pero la colocación de capital entre socios externos obliga a implementar mecanismos que remuneren de manera directa su participación en el riesgo de la empresa.

En el caso de las bolsas españolas, la modificación de los procedimientos de remuneración no requería de modificaciones legales. La LMV configuró un régimen económico flexible para las sociedades rectoras que no les impide el reparto directo de beneficios entre sus socios, al contrario, el vigente Real Decreto sobre sociedades rectoras contempla expresamente tal posibilidad (66). Se trata, ahora, de que las sociedades rectoras adapten sus estatutos para dar cabida a una política convencional de retribución del accionista, de acuerdo con el procedimiento para ello previsto en el art. 48. 1 LMV (67).

5. Desmutualización y fusiones entre bolsas

Una de las estrategias empresariales más comunes para sobrevivir en un medio competitivo es ganar tamaño. Un mayor tamaño permite a las empresas beneficiarse de economías de escala, que mejoran su posición en el mercado. Para conseguirlo, las sociedades utilizan el mecanismo de la fusión, mediante el cual se ponen bajo una sola dirección los recursos productivos de quienes participan en estos procesos.

En esto, las necesidades de las bolsas no son hoy distintas de las de empresas en otros sectores: un

mercado más grande mejora la posición competitiva de la sociedad que lo gestiona. Las sociedades rectoras pugnan por atraer a sus sistemas de contratación el mayor número de inversores posible, al fin de acrecentar la liquidez del mercado y mejorar la calidad de sus precios; las "escalas" que derivan de la coincidencia de un mayor número de órdenes en un mismo sistema de contratación crean un incentivo para la concentración de los mercados.

Las ventajas de la ampliación del tamaño de los mercados son especialmente importantes en el caso de las bolsas europeas, cuya fragmentación geográfica, sobre todo cuando se comparan con los mercados de valores norteamericanos, dificulta la inversión entre estados miembros de la Comunidad y crea costes innecesarios, al obligar a los intermediarios a afrontar los gastos de capitalización y tecnología de cada uno de los mercados en que deseen participar.

De la fortaleza de estos incentivos son prueba las diferentes iniciativas de fusión entre bolsas europeas a las que hemos asistido en el último año: el fracasado proyecto iX, que pretendía "unir" (68) la Bolsa de Francfort con la londinense, y el exitoso Euronext, que agrupa a las bolsas de París, Bruselas y Amsterdam (69).

La estructura mutual del accionariado dificultaba, si no impedía, la participación de las bolsas españolas en cualquiera de estos procedimientos, en cuanto no consentía la presencia directa en su capital de ninguna otra Bolsa internacional, ni de personas o grupos de control, que no fuera la derivada de la adquisición de la condición de miembro del mercado. De ahí que las bolsas españolas únicamente hayan sido parte activa de la iniciativa de coordinación internacional promovida por la denominada Alianza Europea de Bolsas, que tiene como objetivo la unificación de los sistemas de contratación de todos los mercados bursátiles europeos, sin alterar su estructura de propiedad (70).

Tras la reforma del artículo 48 LMV, las sociedades rectoras de nuestras bolsas pueden intercambiar cuotas de capital con las demás entidades gestoras europeas, e incluso fusionarse con ellas, en las condiciones jurídico-privadas previstas para cualquier sociedad anónima.

Pero, antes de que ello suceda, es posible que asistamos a cambios sustanciales en la estructura de propiedad de las bolsas españolas. Es curioso que la atención se haya concentrado en las posibilidades que la desmutualización abre para la articulación in-

ternacional de nuestros mercados, mientras la de la necesidad previa de integración interna apenas es resaltada. La cuestión es importante, por cuanto la desregulación de las reglas de propiedad de nuestras bolsas no se ha extendido al Sistema de Interconexión Bursátil (SIB) (71).

En efecto, este sistema de contratación se hizo depender, en 1988, de la Sociedad de Bolsas, a su vez participada a partes iguales por cada una de las bolsas de valores españolas, de manera que los miembros de las bolsas no ostentan la titularidad del principal sistema de contratación español, participando en su gestión sólo de modo indirecto a través de sus respectivas sociedades rectoras (72). El modelo de propiedad del SIB sufre, así, de la misma debilidad que el sistema mutual de cada una de las bolsas: la ausencia de ponderación del peso efectivo que cada miembro tiene sobre la contratación en él ejecutada. No se tiene en cuenta el diferente interés económico, ni el de los intermediarios considerados individualmente –puesto que no participan directamente en la propiedad–, ni los de las bolsas a las cuales pertenecen.

Aunque la situación no cambia directamente con la reforma de los artículos 47 y 48 LMV –a cada una de las cuatro bolsas españolas corresponde un cuarto de los derechos de titularidad del SIB, con independencia de que su accionariado sea interno o externo–, es de esperar que se produzcan novedades derivadas de la integración de las bolsas españolas, que la desmutualización puede facilitar.

Respecto a cuál será el resultado del proceso, sólo cabe especular: el escenario final probablemente más deseable es uno en el que la fusión de todas las sociedades rectoras desmutualizadas proporcione a la entidad resultante la titularidad exclusiva de la Sociedad de Bolsas. Por esta vía, la Sociedad de Bolsas quedaría convertida en una filial instrumental de una única sociedad rectora con accionariado externo, que podría negociar en mejor posición las condiciones de su participación en cualquiera de los procesos en curso de integración internacional de mercados.

CONCLUSIONES. SOBRE LA DESMUTUALIZACIÓN Y EL FUTURO DE LAS BOLSAS

La apertura del capital a accionistas externos refuerza los impulsos integradores que caracterizan el presente de las bolsas europeas. En el caso español, con la reforma de los artículos 47 y 48 desaparecen los principales obstáculos para la participación en

proyectos que implican modificaciones del sistema de propiedad de las sociedades rectoras, y que ya implican, de una forma u otra, a los principales mercados de nuestro entorno.

Por ello –y aunque la prospectiva es la tarea menos adecuado para un jurista– creemos más que probable que nuestras bolsas de valores se vean pronto involucradas en alguna de las iniciativas de concentración en curso, o en cierres. Aquello de lo que se puede dudar es de si la participación de las sociedades rectoras españolas se producirá por decisión voluntaria de sus administradores o será como consecuencia de una toma de control “hostil”.

Los obstáculos encontradas por el grupo OM en su oferta pública de adquisición sobre el LSE (London Stock Exchange) han puesto de manifiesto las dificultades de las operaciones no consentidas: por un lado, la propiedad sigue estando, en un porcentaje significativo, en manos de los intermediarios, quienes no parecen dispuestos a desprenderse fácilmente de su participación (73); por otro lado, en los estatutos sociales de las entidades gestoras permanecen residuos jurídico mutuales que actúan como medida defensiva de los consejos existentes (74). Como es sabido, en el derecho societario español se admiten mecanismos defensivos –la limitación del poder de voto ejercible por una sola persona, por ejemplo– que pueden desincentivar decisivamente los intentos de toma de control hostil de nuestras sociedades rectoras desmutualizadas. Así las cosas, parece que la convergencia de nuestras bolsas con los mercados europeos seguirá la vía de las fusiones concertadas.

Más allá de estos problemas de derecho privado, debe notarse que la fusión de las bolsas comunitarias está, además, obstaculizada por el solapamiento de las regulaciones públicas nacionales. Pese al esfuerzo de aproximación legislativa realizado, subsisten barreras al mutuo reconocimiento de folletos entre estados miembros, y potenciales conflictos a la hora de determinar quién ha de ser la autoridad supervisora de los nuevos mercados.

Todavía cabe hacerse una última pregunta sobre si el actual proceso de concentración culminará en un único mercado organizado de valores europeo. La respuesta, en este caso, es negativa. El panorama de la negociación de valores en Europa excede hoy los mercados bursátiles. Aunque todas las bolsas “tradicionales” llegasen a integrarse en una sola plataforma de negociación y en una única sociedad gestora, aún subsistirían, al margen de este proceso, los foros alternativos de contratación (75). Creemos que esta

competencia ha de producir efectos positivos para los inversores. Un sistema financiero en el que los emisores, inversores e intermediarios sólo pudieran aceptar las reglas de juego (ya fueran de *listing*, de negociación o de organización) fijadas por una única entidad parece, además de improbable, indeseable.

NOTAS

(1) Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(2) COASE (1937), y JENSEN y MECKLING (1976). Una versión reducida, en español, del artículo citado puede encontrarse en PUTTERMAN, L. (ed.), *La naturaleza económica de la empresa*, Madrid, 1994, págs. 261 y siguientes.

(3) MULHERIN; NETTER, y OVERDAHL (1991).

(4) Empleamos aquí el término Bolsa en su sentido más amplio, como sinónimo de mercado organizado de valores.

(5) Las dificultades de encaje de los *exchanges* en la literatura norteamericana proceden de su naturaleza legal de SRO (Self Regulatory Organization).

(6) En particular, sobre las bolsas de valores españolas, véanse, en el propio texto, las págs. 5 y siguientes.

(7) La historia de los orígenes de las bolsas españolas la ha estudiado SÁNCHEZ ANDRÉS (1980).

(8) Una visión general de las sociedades rectoras puede verse en NIETO CAROL (1999).

(9) Bien sea que acudan a éstos para comprar o vender directamente los valores –es decir, el intermediario actúa por “cuenta propia”– bien sea que demanden sus servicios como meros comisionistas –por “cuenta ajena”.

(10) Además, en el caso de las bolsas se cumplían las tres circunstancias que según Hansmann reducen los costes de propiedad, favoreciendo la consolidación de la titularidad del monopolista en manos de los usuarios del servicio: 1) los intermediarios pueden supervisar la actividad de la empresa suministradora sin incurrir en costes elevados, al contrario, poseen la información necesaria para gestionar el mercado; 2) la empresa suministradora no requiere (o, al menos, requería) un capital elevado para organizar el servicio, y 3) los intereses de los intermediarios son lo suficientemente homogéneos, lo que reduce los costes en la toma de decisiones (FERRARINI, 1998, utilizando el modelo elaborado por HANSMANN en *The Ownership of Enterprise*, Cambridge (EE.UU.) y Londres, 1996).

(11) Los de “control” son uno de los tres tipos de costes identificados por JENSEN y MECKLING (1976) como propios de cualquier relación de “agencia”. Una relación de agencia es aquella en la que un principal delega en un “agente” la autoridad necesaria para acometer ciertas tareas. Aunque un contrato bursátil no establece una relación de agencia típica, su lógica es extensible a la situación que se crea en el periodo que media entre su perfección y ejecución. Además de los gastos en que incurre el principal para controlar al agente (*monitoring costs*), son costes de agencia los gastos de garantía de fidelidad en los que incurra el propio agente para asegurar que no tome decisiones que perjudiquen al principal, o que éste sea debidamente compensado si así fuera, y la inevitable divergencia final –a pesar de los controles y cauciones anteriores– entre las decisiones adoptadas y aquellas que mejor hubieran servido el bienestar del principal.

(12) Sobre la noción económica del contrato de sociedad, *vid.* EASTERBROOK, y FISCHEL (1998).

(13) Antes de recibir esta denominación por la LMV, era referido simplemente como el "mercado continuo".

(14) La multinegociación de valores –propiciada por los ADR u otro tipo de instrumento– estimuló los cambios en los sistemas de contratación de las bolsas continentales a finales de la década de los ochenta, llevándolas a adoptar la tecnología de acceso remoto y subasta continua automatizada, que ha devuelto un estándar en la contratación de los valores más líquidos, hasta el punto de haber sido adoptada por el propio LSE, que ha renunciado así, al histórico papel de sus intermediarios como creadores de mercado.

(15) De la ordenación de EASDAQ se encarga EASD (European Association of Securities Dealers), una organización *non-profit* que asesora a la FOR-PERFECT EASDAQ (VOLARICH, 1996).

(16) VAN LEMBERGEN (1996). EASDAQ ha sido reconocido como "mercado regulado" por la Autoridad Belga.

(17) En la actualidad, forman parte del *EURO.NM* cuatro mercados: el *Nouveau Marché*, el *Neuer Markt*, el *NMAX* y el *EURO.NM.Belgium*, pertenecientes respectivamente a las bolsas de París, Frankfurt, Amsterdam y Bruselas, respectivamente (SOLER, 1999).

(18) La variedad de estas entidades hace difícil su definición; últimamente, el FESCO (The Forum of European Securities Commissions) ha elaborado un documento sobre su regulación en Europa que las caracteriza de la siguiente forma "Un ATS es una entidad que, sin ser regulada como una Bolsa, gestiona un sistema automatizado que reúne intereses de compra y venta –en el propio sistema y de acuerdo con las reglas establecidas por el operador del sistema– de manera que conforma, o da lugar, a la perfección de un contrato" (FESCO, 2000, págs. 4-5).

(19) El art. 31. 4 de la LMV (introducido por la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores) condiciona la creación de cualquier "mercado o sistema organizado de negociación de valores que no tenga la consideración de oficial" a la autorización del gobierno o de una comunidad autónoma con competencias en la materia. La autorización específica del nuevo artículo 31, número 4 LMV –hasta ahora sólo empleada para crear el Mercado de Valores Latinoamericano– servirá de base para el desarrollo de los sistemas alternativos de contratación en nuestro ordenamiento.

(20) No debe confundirse este acceso directo a los sistemas de contratación con el hecho de que los miembros de una Bolsa ofrecen a sus clientes la posibilidad de comunicarles sus órdenes a través de internet, como ya ocurre con muchos de los intermediarios que operan en el SIBE. Aunque, en apariencia, ambas consisten en lo mismo –introducir una operación a través de un terminal– una sustancial diferencia jurídica las separa: sólo en el primer caso se prescinde del "hombre de en medio", de modo que el inversor se relaciona directamente con otros inversores y, por ello, no ha de soportar el coste de una comisión por la intermediación.

(21) El asunto merece cierta clarificación. Como es sabido, la oleada de reformas legislativas que siguió al *Big Bang* londinense eliminó el sistema de comisiones fijas que los intermediarios cargaban a sus clientes. Siendo las comisiones libres, y en un clima de intensa competencia entre intermediarios, no parece razonable que éstos puedan cargar a los inversores comisiones abusivas. Así, una posible explicación de su cuantía es que compensan al miembro del mercado por su contribución a la liquidez del mercado (porque, con independencia de que ejecuten la orden por cuenta ajena, su tarea de captación de nuevos inversores acrecienta la liquidez general del mercado), facilitando que las órdenes puedan ejecutarse con inmediatez. Pero la inmediatez de ejecución es una característica que puede no interesar a algunos inversores. Ello explicaría la elección de los sistemas alternativos de negociación por aquellos inversores

que prefieren esperar un poco más para ver ejecutada su operación a cambio de ahorrarse la comisión de un intermediario.

(22) A pesar de las especiales condiciones de transparencia con que se ejecutan las operaciones sobre bloques en cualquier sistema de contratación, y de las "murallas chinas" –para impedir el uso en provecho propio de la información que los intermediarios infieren de las órdenes de sus clientes sofisticados–, muchos de estos inversores recelan del posible "impacto de mercado" de su revelación, y optan por sistemas alternativos de contratación que les garanticen un total anonimato.

(23) 1) El mercado ha de funcionar regularmente, de acuerdo con las condiciones establecidas por las autoridades competentes; 2) las disposiciones aprobadas por las autoridades competentes definirán las condiciones de admisión a negociación, tanto cuando sea de aplicación la Directiva que las armoniza (79/279/CEE) –en cuyo caso lo harán de acuerdo a sus preceptos– como cuando ésta no sea aplicable; 3) el mercado cumple con las normas de transparencia y de declaración de operaciones a las autoridades supervisoras previstas en la propia DSI. Estas condiciones han sido clarificadas por el Foro Europeo de Comisiones de Valores (Forum of European Securities Commissions), organización que agrupa a las comisiones de valores de los diecisiete estados miembros del espacio económico europeo (*Standards for the Regulated Market under the ISD*, diciembre de 1999).

(24) El reformado artículo 36 LMV (por Ley 37/1998, de 16 de noviembre) implementa la desconcentración de la negociación requerida por el artículo 14 de la Directiva de Servicios de Inversión (DSI).

(25) Es el caso de Tradepoint (Tradepoint Financial Networks plc.), reconocido como mercado regulado por la autoridad británica (Lista de los mercados regulados notificados a la Comisión por los Estados miembros bajo el artículo 16 de la Directiva de Servicios de Inversión, *Gaceta Oficial de las Comunidades Europeas*, 29 de Mayo de 1999, C 151/19).

(26) Adoptamos aquí el criterio Kaldor-Hicks de eficiencia, que, en este caso, equivaldría a la maximización del beneficio conjunto de la sociedad rectora, los intermediarios y los inversores.

(27) "Chicago Mercantile Exchange unveils for-profit plan", CME News, 3 de noviembre de 1999.

(28) "TSE Members Overwhelmingly Support Demutualization and Realignment Plans", Canoe Money News, 10 de Junio de 1999.

(29) "European Stock Exchanges", Financial Times, 28 de febrero de 1997, pág. 2.

(30) En 1988, la LMV estableció ambos grupos de manera indirecta al referirse a la distribución del capital "entre las Sociedades y Agencias de Valores que lo soliciten, en proporción al nivel mínimo de recursos propios legalmente exigible de cada una de ellas" (cuya cuantía precisó el artículo 9 del Real Decreto 736/1989, de 23 de junio, sobre sociedades rectoras). La reforma del artículo 48. 1, párrafo 3º LMV en 1998, eliminó la referencia a las sociedades y agencias de valores, sustituyéndola por otra a los "miembros" de las bolsas, para que, en cumplimiento de la DS, las entidades de crédito pudieran, llegado el 1 de enero de 2000, actuar directamente en este foro de contratación.

(31) Porque los eventuales mayores beneficios justifican una mayor inversión en la captura y análisis de la información necesaria para adoptar un acuerdo.

(32) Y del margen (*spread* o *touch*) en aquellas operaciones en las que el intermediario actúe por cuenta propia.

(33) FERRARINI (1998, pág. 254), citando a HART y MOORE (1995), "The governance of exchanges: Members' cooperatives versus outside ownership", Discussion Paper nº 229, LSE Financial Markets Groups, señala que el sistema de igualdad de voto funcionó en

tanto los intereses de los miembros fueron homogéneos y las bolsas no hubieron de afrontar competencia, pero, en la medida en que la incorporación de nuevos intermediarios diluyó la cohesión inicial de los socios y la llegada de nuevas entidades rivales empezó a condicionar el proceso de toma de decisiones, la propiedad externa se hizo relativamente más eficiente.

(34) El sistema de un sólo voto por intermediario no garantiza la eficiencia de las decisiones adoptadas porque no permite medir la intensidad de las preferencias de cada uno, a favor o en contra, de una determinada medida. El problema puede caracterizarse como sigue: aunque, una cierta propuesta sea aprobada por una cierta mayoría, supongamos, con un 70 por 100 de los intermediarios favorables, frente a un 30 por 100 de votos en contra, nada impide que el beneficio total que obtiene el 70 por 100 de los intermediarios, sea inferior a la pérdida que deben afrontar el 30 por 100 de los miembros del mercado. Un sistema de toma de decisiones que no pondera el valor económico de los acuerdos no tiene por qué producir acuerdos eficientes, ni bajo el estándar de Pareto (los "perdedores" por la decisión son compensados plenamente por los beneficiados) ni, lo que es más preocupante, bajo el criterio Kaldor-Hicks (porque se pueden tomar acuerdos que produzcan pérdidas superiores a los beneficios aportados).

(35) Aunque con ello no queremos decir que la desmutualización dificulte la regulación de los intermediarios; todo lo contrario, en cierta forma, al independizar la gestión de los miembros del mercado, se mitigan los elevados costes de agencia propios de un sistema de autorregulación pura –y además (FERRARINI, 1998, páginas 256 a 258) se reduce la posibilidad de que aquélla se vea afectada por conflictos de intereses que afecten a los miembros del mercado.

(36) Por otra parte, en un contexto societario, los intermediarios son libres para negociar el sentido de su voto, de modo que, en aplicación del teorema de Coase, asumiendo unos costes de transacción moderados, los potenciales "perjudicados" tendrán un incentivo para compensar a los potenciales "beneficiados" para evitar la adopción de la regla ineficiente, mitigándose así los efectos de la asignación inicial de derechos de propiedad.

(37) Resulta significativo que la mayoría de los nuevos sistemas alternativos de contratación –los cuales, a diferencia de las bolsas, sí han gozado de libertad para elegir la forma jurídica bajo la cual organizar su negocio– han optado por sistemas de propiedad privada no mutual.

(38) EASTERBROOK, y FISCHEL (1998, págs. 171 y sigs.), quienes se refieren, además, al ahorro de ciertos costes en el reemplazo de directivos ineficientes.

(39) Sobre la repercusión de ambos sobre los costes totales de agencia, JENSEN y MECKLING (1976).

(40) "Grupo OM", *Cinco Días*, miércoles 4 de octubre de 2000, página 27.

(41) Tras el fracaso del proyecto de fusión amistosa entre el LSE y la Bolsa de Francfort, se rumoreó la posibilidad de una OPA por parte de ésta, en competencia con la lanzada por OM (*Expansión*, miércoles 13 de septiembre de 2000, pág. 15; *Cinco Días*, miércoles 13 de septiembre de 2000, pág. 30).

(42) Lo cual no quiere decir que el nuevo entorno no esté ya afectando a los sistemas de contratación de nuestras bolsas; al contrario, mediante la iniciativa denominada SIBE 2000, la Sociedad de Bolsas ha reformado significativamente las reglas de este mecanismo de contratación, para hacerlo compatible con los criterios armonizados adoptados por la Alianza de Bolsas. Son especialmente significativas las nuevas reglas que hacen anónima la contratación (se oculta la identidad del intermediario que realiza una cierta operación), las cuales entrarán en vigor hacia noviembre de 2000 (Sociedad de Bolsas, *SIB 2000-fase I*, pág. 12).

(43) Aunque, dado el objetivo último de este trabajo, limitamos

nuestros argumentos al papel de los intermediarios en los mercados secundarios, debe repararse en que existen también convincentes razones para garantizar la subsistencia de la actividad de *underwriter* en los mercados primarios. El papel de estos intermediarios en la colocación no se limita a una mera búsqueda de inversores, que una oferta pública a través de internet pueda sustituir. Más que la información sobre la existencia de la oferta, los inversores aprecian la "certificación de calidad" que la participación de una banca de inversión de prestigio significa y, más aún, su contribución a la fijación del precio inicial de los valores (MAHONEY, 1997).

(44) Artículo 54 LMV.

(45) El SCLV está constituido en forma de sociedad anónima, cuyo capital social está distribuido entre las sociedades rectoras de las bolsas españolas –con una participación agregada que representa un 40 por 100 del capital total– y las entidades adheridas al Servicio, las cuales se distribuyen el resto de las acciones (Art. 69 del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero). Los miembros de las bolsas españolas son participantes naturales en el Servicio, aunque también podrán tomar parte en la sociedad que lo gestiona otras entidades que operan en nuestro sistema financiero (arts. 76, 77 y 78 del Real Decreto 116/1992).

(46) Artículos 57 a 59, Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

(47) Artículos 54.7 LMV y 60. 3, Real Decreto 116/1992.

(48) Es el caso del "Nuevo Mercado" español. La Sociedad de Bolsas ha adaptado las reglas de funcionamiento del SIBE al nuevo segmento de contratación en su Circular 1/2000, de 15 de marzo, sobre normas de contratación y funcionamiento del "Nuevo Mercado". Para suplir las posibles insuficiencias del SIBE en situaciones de iliquidez, se ha regulado la actividad de los creadores de mercado, a cuyo fin, la Circular 1/2000 de la CNMV (norma 4^a) contempla posibles conciertos entre emisores y miembros de las bolsas, por los que éstos se obliguen a fomentar la liquidez de los valores de la empresa.

(49) En el caso de nuestras bolsas, la actuación por "cuenta propia" de sus miembros está regulada a través de las "operaciones especiales" del Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre (BOE de 5 de Octubre de 1991).

(50) Hasta la reforma de 1998, el artículo 64, párrafo 2º LMV establecía expresamente este requisito.

(51) Tales ajustes habían de llevarse a cabo, dentro de los dos meses siguientes a la aprobación del balance anual de la sociedad rectora (art. 10, Real Decreto 726/89, de 23 de Junio, sobre Sociedades Rectoras y Miembros de las Bolsa de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva). La complejidad de este mecanismo venía atenuada por la atribución legal al consejo de administración de las facultades para realizar las ampliaciones o reducciones de capital al propósito de ajustarlo a la incorporación o pérdida de miembros.

(52) La alternativa a la modificación del capital era la compra o venta por la sociedad de sus propias acciones (art. 48, 4 LMV).

(53) El art. 37. 1 LMV, en cumplimiento de la liberalización del derecho de acceso a los mercados regulados comunitarios impuesta por la DSU, admite que puedan ser miembros de nuestras bolsas: 1) las sociedades y agencias de valores, y las empresas de servicios de inversión autorizadas en la Unión Europea; 2) las entidades de crédito debidamente autorizadas en España o el resto de la Unión Europea, y 3) las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión no comunitarias, bajo las condiciones específicamente previstas para ello.

(54) La CNMV expide, para ello, una certificación, indicando la Bolsa o bolsas de valores respecto de las que vaya a utilizarse, que

será válida durante un período de seis meses (art. 2. 2, Real Decreto 726/89).

(55) La expedición por la CNMV del título declarativo de la condición de miembro de la Bolsa debe dejar de condicionarla a la adquisición de una participación en el capital de la sociedad rectora (de ahí que deba entenderse modificado el art. 3, Real Decreto 726/89).

(56) Aunque, probablemente, el aspecto que más quejas ha suscitado es la falta de armonización real de las "reglas de conducta" que se imponen a los intermediarios en cada estado miembro.

(57) COM (1998) 625, 28 de octubre de 1998, *Servicios Financieros: Establecimiento de un Marco de Actuación*; COM (2000) 336 final, 30 de mayo de 2000, *Progress on Financial Services. Second Report*.

(58) Aunque permanece la necesidad de adquirir la condición de miembro, una vez que desaparece la obligación de participar en el capital, la obtención del título de tal queda únicamente sometida a los requisitos formales de certificación por la CNMV y a la subsiguiente admisión por una Sociedad Rectora.

(59) Se hace precisa, pues, la eliminación del art. 9. 2 del Real Decreto 726/89, precepto cuyo contenido impone que las sociedades rectoras "tendrán como únicos accionistas a todos los miembros de la correspondiente Bolsa de Valores, distribuyéndose entre ellos el capital".

(60) O las comunidades autónomas con competencias en la materia (véase nota 71).

(61) Artículos 75 a 79 LSA.

(62) Artículo 158 LSA.

(63) Artículos 164 a 166 LSA.

(64) La laxitud legal hace posible la segmentación del capital mediante la emisión de dos clases de acciones según su titularidad corresponda a miembros o accionistas externos.

(65) Desde la reforma de 1998, el art. 48. 1 (párrafo 2º) LMV precisa que las bolsas podrán "exigir retribución por los servicios que prestan". Los ingresos de las sociedades rectoras procederán del cobro por el uso de sus sistemas de contratación, de cánones por admisión a cotización de valores y por su permanencia en el mercado y de la difusión de información relativa al mercado (art. 17. 5, Real Decreto 726/89).

(66) Que, únicamente, condiciona el reparto de dividendos a que el valor contable del patrimonio de la sociedad rectora "alcance un importe equivalente al doble de la cifra de capital social [...]" (artículo 17. 1, Real Decreto 726/89).

(67) Que somete las modificaciones estatutarias a la aprobación de la CNMV o de las comunidades autónomas con competencias en la materia.

(68) La Bolsa de Londres (LSE) y la Bolsa alemana (*Deutsche Börse*) acordaban la creación de una única entidad, denominada IX, destinada a gestionar sistemas de contratación que agrupasen la negociación en los valores admitidos en los mercados fundadores. Ha de precisarse que la creación de IX no fue concebida como una fusión en sentido propio; *LSE* y *Deutsche Börse* deberían haber continuado existiendo, aunque sus negocios fueran integrados. De hecho, ni siquiera hubieran sido titulares de la nueva entidad, cuyas acciones, habrían sido distribuidas directamente entre los accionistas de ambos mercados (El conjunto de los accionistas de cada una de las entidades preexistentes habría recibido un 50 por 100 de las acciones de IX, sin que se hayan precisado los criterios internos

de reparto que se hubieran seguido [vid. *LSE, London Stock Exchange and Deutsche Börse to merge to create iX*, nota de prensa, 3 de mayo de 2000]).

(69) La entidad resultante del proceso de fusión será una sociedad registrada en Holanda, sometida a un órgano de vigilancia con doce miembros que representarán a todos los participantes en el mercado, y un Directorio, compuesto por los presidentes de las tres bolsas preexistentes (vid. *Communiqué de Presse ParisBourse SA*, "Amsterdam, Bruxelles et Paris fusionnent pour créer la première Bourse européenne: EURONEXT").

(70) Debe notarse la diferente naturaleza jurídica de la Alianza respecto a los procesos de fusión reseñados. La Alianza es una iniciativa de coordinación que no afecta a la personalidad jurídica, accionariado o independencia institucional de cada una de las bolsas participantes. De ahí que los procesos de fusión como Euronext sean compatibles con el programa de integración diseñado por la Alianza.

(71) Artículo 50 LMV.

(72) El Consejo de Administración de la Sociedad de Bolsas estará formado por un representante de cada Bolsa y uno más, que actuará como Presidente, elegido por mayoría entre ellas (art. 50 LMV).

(73) La oferta del Grupo OM sobre el LSE la respaldó tan sólo el 1 por 100 "de los accionistas" (*Cinco Días*, miércoles 4 de octubre de 2000, pág. 27).

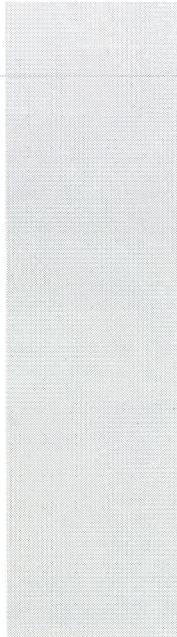
(74) Así, en el caso del LSE se ha fijado un límite máximo de un 4,9 por 100 al capital que un mismo accionista puede mantener (*Cinco Días*, miércoles 4 de octubre de 2000, pág. 27).

(75) Ello al margen del debate sobre si estas entidades han de quedar o no sujetas a una regulación más intensa, o de si parasitan la información generada por los mercados "primarios".

BIBLIOGRAFÍA

- COASE, Henry (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*, 4, páginas 386-405.
- COMISIÓN EUROPEA, *Servicios Financieros: Establecimiento de un Marco de Actuación*, (COM (1998) 625, 28 de octubre de 1998).
—, *Progress on Financial Services, Second Report*, (COM (2000) 336 final, 30 de mayo de 2000).
- EASTERBROOK, Frank H., y FISCHEL, Daniel R. (1998), *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, págs. 15 y siguientes.
- FERRARINI, Guido (1998), "Exchange governance and regulation: An Overview", en FERRARINI, Guido (ed.), *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, Kluwer Law, Londres y Cambridge (Estados Unidos).
- FESCO (1999), *Standards for the Regulated Market under the ISD*, París.
— (2000), *The Regulation of Alternative Trading Systems in Europe*, París.
- JENSEN, Michael, y MECKLING, William, (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *The Journal of Financial Economics*, 3, págs. 305 y siguientes.
- LANNOO, Karel (1999), *Does Europe Need an SEC: Securities Market Regulation in the EU*, European Capital Markets Institute.
- LEE, Ruben (1998), *What is an Exchange?*, Oxford University Press.

- MAHONEY, Paul G. (1997), "Technology, property rights in information, and securities regulation", *Washington University Law Quarterly*, 75, pág. 830.
- MULHERIN, Harold; NETTER, Jeffry M., y OVERDAHL, James A. (1991), "Prices are Property: The Organization of Financial Exchanges from a Transaction Costs Perspective", *Journal of Law and Economics*, 34, págs. 591 y siguientes.
- NIETO CAROL, U. (1999), "Las Bolsas de Valores", *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 75, págs. 65 y siguientes.
- ROMANO, R. (1992), "A guide to takeovers: Theory, evidence and regulation", *Yale Journal on Regulation*, 9, págs. 119 y siguientes.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1980), en "En torno al concepto, evolución y fuentes del Derecho Bursátil en el Sistema Jurídico Español", *Revista de Derecho Mercantil*, 155.
- SOLER, A. (1999), "EASDAQ y Euro.NM: Mercados paneuropeos para PYMES", *Actualidad Financiera*, 1, págs. 45 y siguientes.
- STEIL, Benn (1998), Carta a Jonathan Katz de la Securities and Exchange Commission, 16 de julio.
- VAN LEMBERGEN, W. (1996), "EASDAQ, pan-European market for high-growth companies", *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, diciembre, págs. 520 y siguientes.
- VOLARICH, M. (1996), "Easing the regulation of a pan-European securities market: Applying the recommendations of the Rudman report to EASDAQ", *Fordham International Law Journal*, 19, páginas 2263 y siguientes.
- VV. AA. "European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond", en FERRARINI Guido (ed.), *Kluwer Law*, Londres y Cambridge (USA).



DOCUMENTOS

OECD  OCDE

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO agradece a la OCDE
su autorización desinteresada para publicar estos documentos.

Originalmente, han sido publicados por la OCDE en inglés bajo el título *Financial Market Trends*,
núm. 76, junio de 2000 (capítulos 1 y 5). Copyright OECD 2000.

De la traducción española (capítulo 1: "Rasgos principales de las tendencias recientes en los
mercados financieros", y capítulo 5: "Principales cambios en la estructura financiera de la Eurozona
desde la introducción del euro", Copyright FUNCAS, 2000).

La OCDE no es responsable de la calidad de la traducción al español
ni de su concordancia con el texto original.

Rasgos principales de las tendencias recientes en los mercados financieros

Las señales de un menor crecimiento estadounidense ...

En el segundo trimestre de 2000 los mercados financieros internacionales se vieron influidos por las continuas divergencias en los ciclos económicos de las principales áreas económicas y por la acción de la política monetaria destinada a contrarrestar las presiones inflacionistas existentes en Estados Unidos y en Europa. En el caso de Estados Unidos, el enfriamiento de la demanda nacional parece haber suscitado en el mercado ciertas expectativas de un "suave aterrizaje" de la economía. Todo ello ha contribuido a nivelar los precios de los valores de renta fija y los activos, siempre dentro de una volatilidad y de unas primas de riesgo considerables. En Japón, las expectativas de una boyante recuperación cíclica se han visto incumplidas en repetidas ocasiones. Esta situación, junto con las incertidumbres políticas y macroeconómicas, dio lugar a una notable inestabilidad de los mercados financieros durante el segundo trimestre de 2000 y produjo considerables presiones a la baja sobre los precios de los activos.

... no trajeron consigo un dólar más débil.

La fuerte recuperación macroeconómica de la zona euro en 1999 y principios de 2000, dio lugar a que el Banco Central Europeo (BCE) abordara una serie de ajustes preventivos en la política monetaria. Los mercados financieros parecían esperar unos tipos de interés más altos a corto plazo, y hasta mayo no lograron detener una caída gradual del euro respecto del dólar estadounidense (gráfico 1). Desde entonces parece que se ha producido una cierta mejora del valor del euro, pero los grandes flujos de inversión fuera de la zona (en gran medida dirigidos hacia Estados Unidos) fueron uno de los factores que impidieron un fortalecimiento más pronunciado del euro. En el primer trimestre de 2000, los inversores extranjeros compraron una cifra neta récord de 141.000 millones

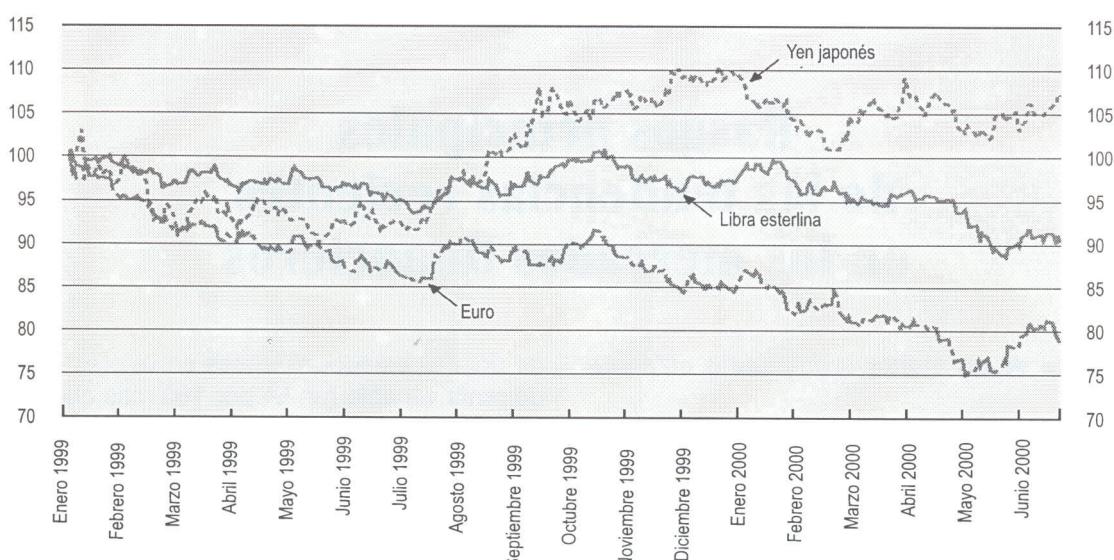
de dólares estadounidenses en valores de renta fija y de renta variable (un 54 por 100 más que en el cuarto trimestre de 1999). De esa cifra, 93.000 millones correspondieron a inversores europeos. Por otra parte, la ocasional confusión generada en torno a las indicaciones políticas del BCE no contribuyó en demasía al fortalecimiento del euro. Los mercados financieros británicos se enfriaron entre signos de una ralentización macroeconómica, y la libra esterlina fue debilitándose gradualmente frente al dólar estadounidense.

I. MERCADOS BURSÁTILES

Los principales índices bursátiles se mantuvieron firmes ...

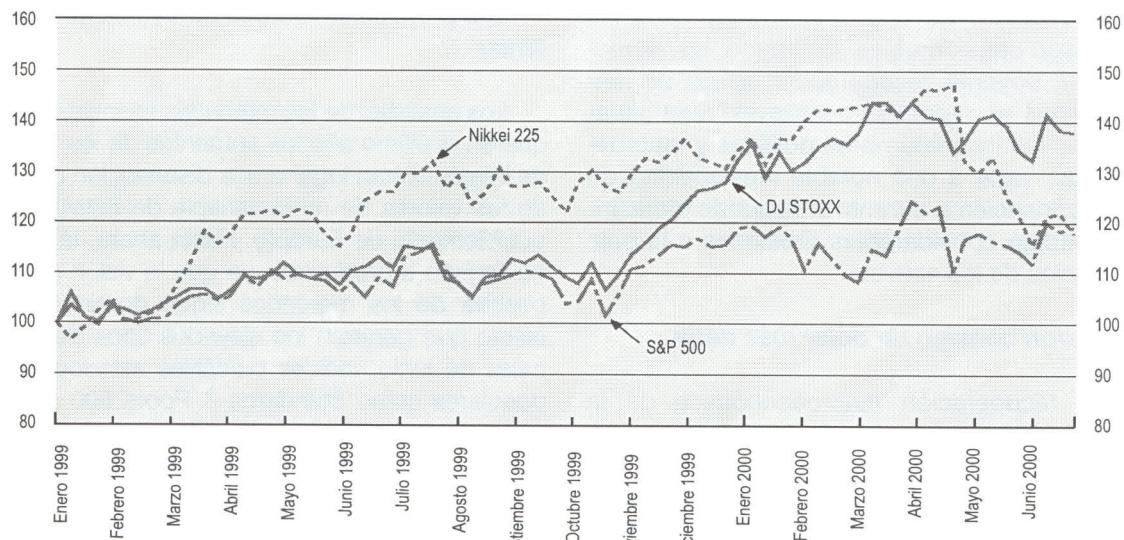
Los analistas de los mercados financieros esperaban que en el último año los aumentos de los tipos oficiales de interés dieran lugar a una disminución de los precios de los valores de renta variable de Estados Unidos (y posiblemente de Europa). Hasta ahora, tal situación no ha llegado a producirse, ya que la visión generalmente positiva de los mercados sigue dominando sobre el efecto que generan los elevados tipos de interés. A finales de junio, índices bursátiles estadounidenses tan populares como Standards & Poors 500 se mantenían en un nivel casi igual al de principios de año y, en general, por encima de los niveles registrados en 1999 (gráfico 2). En Europa, los principales índices financieros crecieron entre un 5 y un 10 por 100 en la primera mitad del año 2000, alcanzando un nivel situado en torno a un 25 por 100 por encima de la media de 1999. Japón fue la única potencia económica que experimentó una importante corrección a la baja. En mayo, el principal índice, Topix, caía en torno a un 10 por 100, impulsado por una caída de los valores tecnológicos, pero también por una rebaja de las calificaciones crediticias por parte de las agencias de rating, por los decepcionantes beneficios del año financiero 1999-2000 y por las incertidumbres políticas y macroeconómicas.

**GRÁFICO I
TIPOS DIARIOS DE CAMBIO COMPARADOS RESPECTO AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE**



Fuente: OCDE.

**GRÁFICO 2
ÍNDICES BURSÁTILES MUNDIALES**



Fuente: Reuters.

... mientras se producía una corrección en los valores tecnológicos ...

Por otra parte, los valores tecnológicos estadounidenses han experimentado una fuerte corrección en

el segundo trimestre de 2000. El índice NASDAQ, dominado por dichos valores, cayó un 25 por 100 en abril, antes de iniciar una fase de recuperación (gráfico 3). Por otra parte, el índice se mantuvo en su máximo histórico justo antes de la corrección a la baja, y la mag-

nitud de la caída se vio influida de forma significativa por un caso judicial planteado contra una de las empresas pioneras en el desarrollo de software. Algunos analistas expresaron su sorpresa por el hecho de que la corrección a la baja del índice, al que se había calificado de sobrevalorado, no continuara en mayo ni en junio. A finales de junio, el NASDAQ se mantenía por encima de los niveles registrados a principios de 2000, con un crecimiento interanual del 80 por 100.

... que pudo haber sido mayor de no ser por el impacto de los fondos de inversión.

Algunos analistas atribuyeron la flexibilidad de los precios de los valores tecnológicos a la pauta inversora de los fondos de inversión. Es bien sabido que se ha registrado cierta tendencia a que los mayores flujos de dichos medios de inversión estuvieran relacionados con los incrementos de precios y a que las amortizaciones netas se produjeran invariablemente después de períodos de caída fuerte o prolongada. El primer trimestre de 2000 fue un buen ejemplo de este comportamiento. Casi toda la afluencia de inversiones hacia los fondos de inversión en valores de renta variable se dirigió a fondos tecnológicos y de crecimiento agresivo después de que una cifra récord –180 fondos– subiera al menos un 100 por 100 en 1999. Al mismo tiempo, se produjo un máximo en los flujos de salida de los fondos más conservadores, que cayeron y obtuvieron rendimientos inferiores a la media de los dos últimos años.

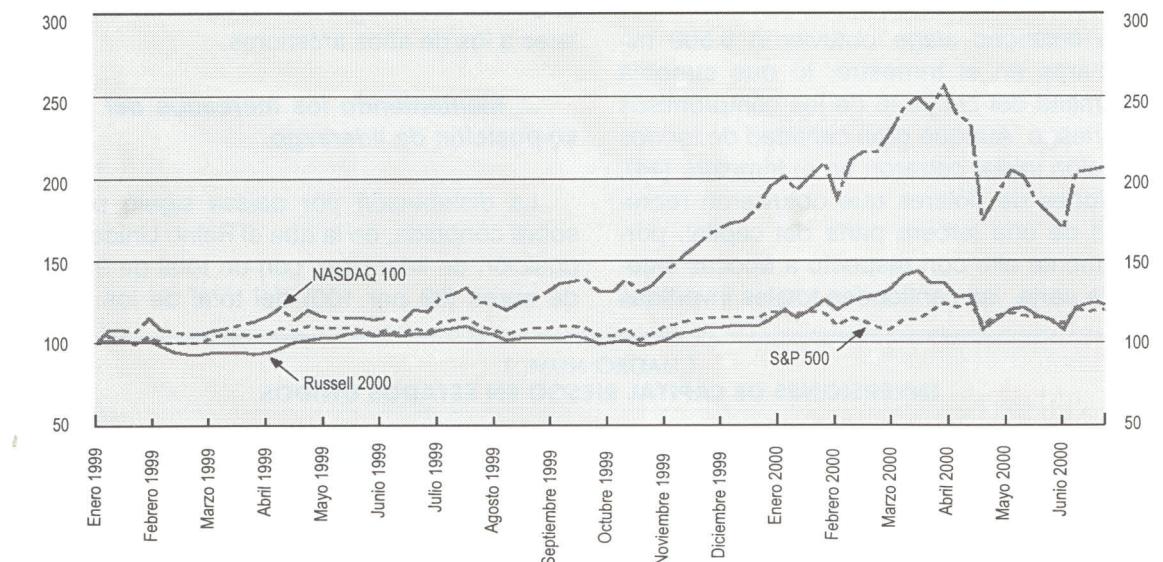
Los valores de internet cayeron ...

Por otra parte, pese a que las correcciones a la baja se han limitado hasta ahora a los valores de las grandes empresas tecnológicas, las sociedades relacionadas con internet (las denominadas “punto-com”) han sufrido caídas considerables. Según la clasificación de las 100 primeras empresas del ámbito de las tecnologías de la información que publicó *Business Week*, el número de “punto-com” situadas en ese grupo a escala internacional pasó de 27 en 1999 a 14 en 2000. Además, mientras que el rendimiento de los valores de las “punto-com” se situó el año pasado entre un 200 y un 700 por 100, su rentabilidad resulta negativa en el año 2000.

... entre informes de que ciertas sociedades tienen problemas financieros.

Las presiones se acentuaron al hacerse públicos varios fracasos de los “punto-com” durante el segundo trimestre de 2000 y al especularse con la posibilidad de que los mercados de renta fija no apoyaran nuevos endeudamientos del sector. Desde finales del año 1998, muchas “punto-com” han venido emitiendo obligaciones convertibles para financiarse. Según informes publicados a mediados de junio, quienes habían invertido en obligaciones convertibles vendidas por 17 de las 23 sociedades de internet durante los 12 meses anteriores habían perdido dinero. Según el UBS

**GRÁFICO 3
ÍNDICES ESTADOUNIDENSES SELECCIONADOS DE ACCIONES**



Fuente: Reuters.

Wartburg, el promedio de pérdidas en las obligaciones convertibles relacionadas con internet se había situado en un 38 por 100. Además del riesgo de agotamiento de la financiación, en el mercado circularon informes según los cuales las sociedades de capital riesgo se negaban cada vez en mayor medida a invertir en tales sociedades.

II. CAPITAL RIESGO

En los Estados Unidos la actividad de capital riesgo se mantuvo sólida...

Las actividades de capital riesgo se mantuvieron muy sólidas a principios del año 2000 tanto en Norteamérica como en Europa. En Estados Unidos, 100 sociedades de capital riesgo obtuvieron más de 12.400 millones de dólares en el primer trimestre del año 2000, según datos compilados por Venture Economics y National Venture Capital Association (NVCA), cifra que supone un aumento de un 85 por 100 respecto al récord establecido en el primer trimestre de 1999, período en el que 70 fondos consiguieron 6.700 millones de dólares. Entre los elementos que impulsaron estos resultados de obtención de fondos, parece que figuraba la rentabilidad lograda por los inversores durante el año anterior, junto con la percepción por parte del público de que las sociedades de capital riesgo seguían actuando sobre buenas oportunidades de inversión, incluso en medio de las fluctuaciones del mercado bursátil.

... en especial respecto a la financiación inicial.

35 fondos *balanced stage* obtuvieron 5.500 millones de dólares en el trimestre, lo que suponía menos de la mitad del conjunto de los compromisos de capital de riesgo. Aunque gran cantidad de fondos de la financiación inicial cerraron en el trimestre (44), los 3.889 millones de dólares que obtuvieron representaban más de una tercera parte del capital, porcentaje ciertamente alto con respecto a épocas anteriores. Por otra parte, las cantidades totales invertidas

mostraban un aumento limitado en el primer trimestre de este año. Según las cifras preliminares, alcanzaron los 22.700 millones de dólares, lo que supone un incremento en relación con los 21.000 millones de dólares de finales del trimestre anterior (cuadro núm. 1).

Éste fue también el caso de Europa ...

Aún no se han publicado datos conjuntos respecto a la inversión europea en capital riesgo durante el año 2000; sin embargo, la actividad fue intensa en 1999. Según la European Venture Capital Association (EVCA), el total de fondos obtenidos aumentó en un 25 por 100, pasando de 20.300 millones de euros en 1998 a 25.400 millones en 1999, con un aumento del 74 por 100 de las inversiones totales, que pasaron a situarse en 25.100 millones de euros (1) (gráfico 4). El número total de inversiones subió en un 47 por 100, situándose en más de 11.000, manteniéndose en general constante la magnitud de la inversión, con cifras situadas en torno a los dos millones de euros.

La composición del capital riesgo europeo cambió en 1999, dirigiéndose de forma especial a los sectores de la alta tecnología y la financiación inicial. La inversión en sociedades de alta tecnología en las fases inicial y de inversión/desarrollo casi se triplicó, pasando de los 2.900 millones de euros en 1998 a los 8.400 millones en 1999. Los fondos de la fase inicial crecieron más de un 300 por 100, situándose en 5.100 millones de euros, mientras que los fondos para inversiones de expansión aumentaron más de un 100 por 100, situándose en 3.400 millones de euros. Por contra, los fondos obtenidos por sociedades de sectores distintos al de alta tecnología se mantuvieron en niveles similares a los de años anteriores.

... manteniendo los mercados del Reino Unido su posición de liderazgo.

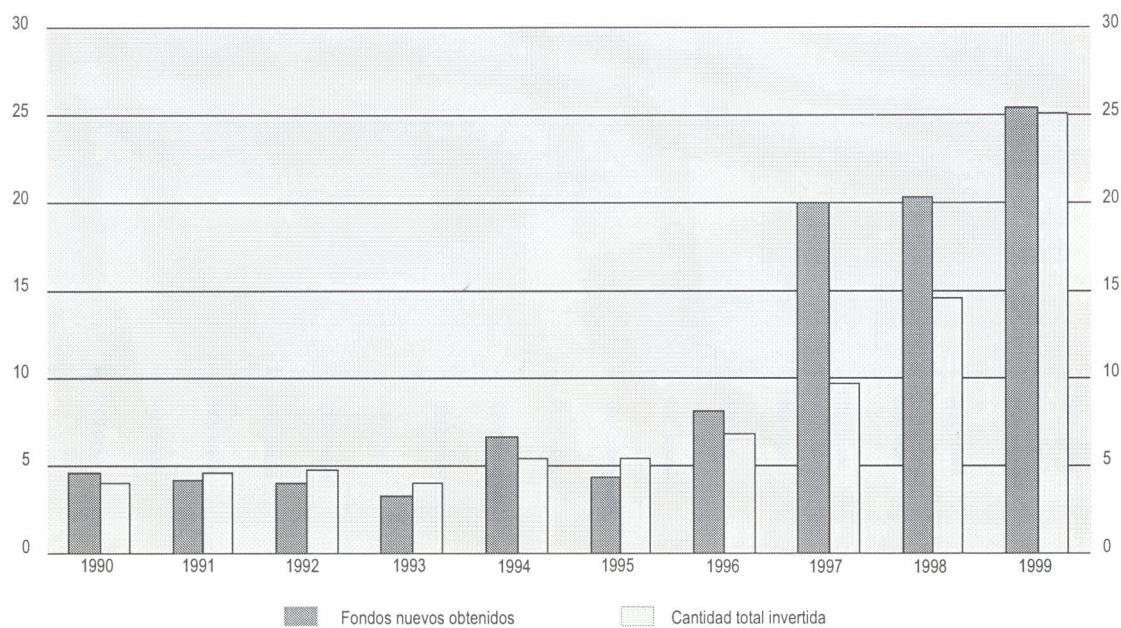
La distribución por países siguió una pauta de sobra conocida, en la que el Reino Unido mantenía su posición de liderazgo, con un total de 9.900 millones de euros (39 por 100) del total de los fondos obte-

**CUADRO NÚM. 1
INVERSIONES DE CAPITAL RIESGO EN ESTADOS UNIDOS**

	NÚMERO DE EMPRESAS	PROMEDIO POR EMPRESA (Millones de dólares)	CANTIDAD INVERTIDA (Millones de dólares)
Primer trimestre de 2000	1.557	14,57	22.684
Cuarto trimestre de 1999	1.546	13,60	21.022
Tercer trimestre de 1999	1.264	10,29	13.005
Segundo trimestre de 1999	1.118	9,44	10.555
Primer trimestre de 1999	851	7,24	6.161

Fuente: NVCA.

GRÁFICO 4
NUEVOS FONDOS ANUALES OBTENIDOS E INVERSIONES EN ACCIONES EN EUROPA
(En miles de millones de euros)



Fuente: EVCA.

nidos en 1999. Se situaban a continuación Francia y Alemania, con 4.300 millones (17 por 100) y 3.800 millones de euros respectivamente, mientras que la aportación de Italia se reducía a unos relativamente modestos 1.800 millones de euros. Además de los fondos obtenidos por los sistemas financieros europeos, una encuesta de la EVCA puso de manifiesto que los fondos estadounidenses obtuvieron 6.200 millones de euros para ser invertidos en Europa.

III. MERCADOS NACIONALES DE RENTA FIJA

Los tipos de los bonos del Estado aumentaron levemente a principios del año 2000 ...

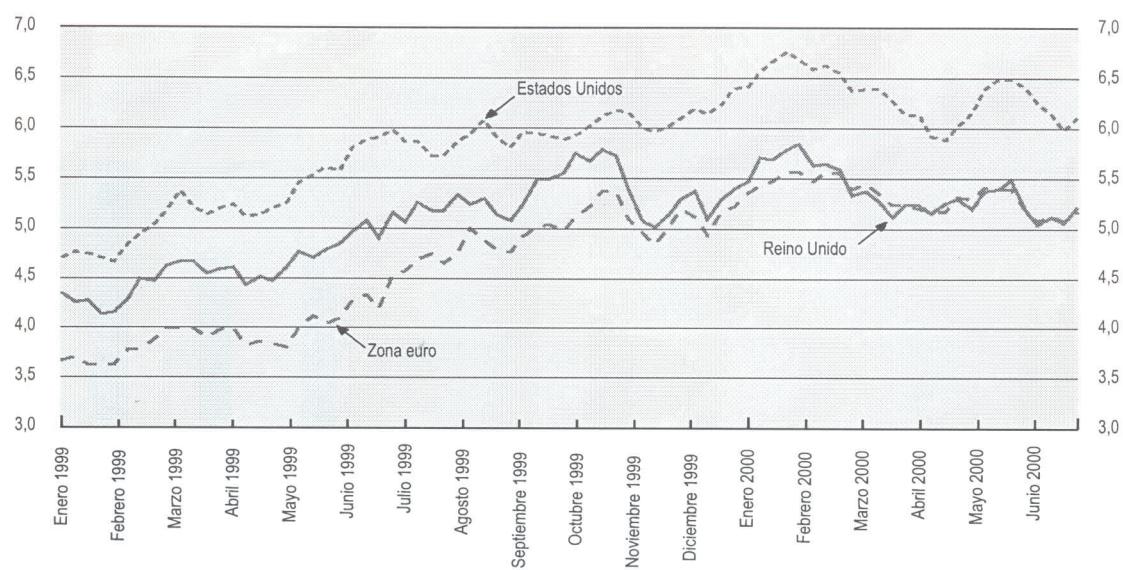
A finales del año 1999, los tipos de interés a largo plazo de los países del G-10, con la excepción de Japón, subieron ligeramente (gráfico 5), impulsados en gran parte por las expectativas de un endurecimiento de la política monetaria. No obstante, los mercados también sufrían la influencia de retiradas, previstas o continuas, de grandes cantidades de deuda del Estado en muchos de tales países. La reducción de la oferta de obligaciones del Estado respecto a una sólida demanda permanente de los inversores institu-

cionales actuó como freno de la subida de los tipos a largo plazo durante el primer semestre de 2000.

... pero la volatilidad creció como respuesta a la preocupación por su liquidez.

Al mismo tiempo, la rentabilidad fue haciéndose más volátil a medida que los agentes del mercado fueron sintiéndose incómodos por la fuerza de las presiones inflacionistas y reaccionaron ante diversos colapsos de la liquidez. Según el BIS, todo ello era en gran parte un reflejo de dos factores; 1) la retirada por parte de los intermediarios de una porción del capital creador de mercado que habían venido empleando para ofrecer liquidez, y 2) una mayor conciencia del riesgo de liquidez por parte de las instituciones financieras, que seguían las presiones financieras iniciales del mercado (2). La falta del citado capital y de actividad de arbitraje se puso de manifiesto a través de la creciente fragmentación de los mercados de bonos del Estado. Ello lo demuestra, por ejemplo, el hecho de que la prima de los bonos del Tesoro de Estados Unidos aumentara significativamente durante el primer trimestre de 2000. La cotización swap de los bonos del estado de Estados Unidos llegó a los niveles más altos que se habían alcanzado en más de una dé-

**GRÁFICO 5
TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO DE REFERENCIA**



Fuente: Reuters.

cada. Asimismo, los indicadores del arbitraje de la curva de rendimiento, entre los que se cuenta la desviación estándar de los diferenciales de rendimiento, subieron de forma significativa en Estados Unidos y en la zona euro, tanto en 1999 como en la primera mitad de 2000.

La emisión de obligaciones privadas se mantuvo con solidez ...

Por otra parte, tanto en Europa como en Estados Unidos, la emisión de obligaciones del sector privado siguió batiendo récords. En 1999 se emitieron en los mercados estadounidenses títulos de deuda del sector privado por un valor próximo a un billón de dólares, dirigidos al mercado nacional, casi la mitad de los cuales fueron obligaciones de empresas. En Europa (3), el total de emisiones se situó por encima de los 750.000 millones de dólares y, por cuanto respecta a la zona euro, siguió aumentando a principios del año 2000 (gráfico 6). Hay que señalar, no obstante, que la mayoría de los títulos de deuda de la zona euro vencían a corto plazo.

... y contribuyó a ampliar los diferenciales de rendimiento.

La concurrencia de una menor oferta de bonos del Estado y un incremento desenfrenado de la emisión de títulos privados de renta fija han contribuido a un

cambio de los precios relativos. A finales de la primavera, los diferenciales de rentabilidad entre los bonos de menor demanda y los bonos del Tesoro de Estados Unidos se aproximaban a los niveles que habían alcanzado como consecuencia de la crisis de la LTCM. Más sorprendente aún fue el hecho de que los márgenes de los títulos de mayor demanda alcanzaran su nivel más elevado desde 1987. Una serie de factores adicionales vino a influir en la ampliación de los diferenciales respecto a los bonos empresariales. Así, por ejemplo, desde el punto de vista del mercado de renta variable, las perspectivas de numerosas empresas parecían ciertamente inciertas. La volatilidad implícita que deriva de las opciones de renta fija alcanza en muchos casos su máximo nivel desde hace décadas, y en el caso de algunas empresas relacionadas con internet supone índices próximos al 100 por 100. Además, la demanda de los planes de inversión colectiva especializados en bonos de empresas ha caído recientemente como consecuencia de que varios fondos de inversión de ese sector presentaron una rentabilidad negativa.

IV. FINANCIACIÓN INTERNACIONAL Y VALORES DE RENTA FIJA

Fuertes emisiones de valores internacionales ...

Según los datos que ofrece el BIS, los bancos han venido realizando fuertes inversiones en valores inter-

CUADRO NÚM. 2
CARACTERÍSTICAS PRINCIPALES DE LA EMISIÓN NETA
EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE VALORES DE RENTA FIJA (1)
(En miles de millones de dólares)

	1998	1999	1999				2000	Acciones a finales de marzo de 2000
	Año	Año	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre	Primer trimestre	
Total de emisiones netas	681,5	1.225,2	307,8	363,1	342,0	212,2	266,0	5.580,0
Instrumentos del mercado monetario (2)	9,8	68,6	35,1	-8,0	22,8	18,7	3,4	263,0
Bonos y pagarés (2)	671,1	1.156,5	272,7	371,1	319,2	193,5	262,7	5.317,0
Países desarrollados	575,3	1.149,3	284,2	333,9	331,3	199,9	241,1	4.701,1
Zona euro.....	211,0	493,9	116,2	143,7	137,4	96,5	119,8	1.840,6
Japón	-17,4	4,1	0,0	2,4	7,0	-5,3	-13,2	322,3
Estados Unidos	280,4	484,5	129,8	141,1	131,5	82,1	88,1	1.394,5
Centros offshore	10,0	15,7	7,4	0,9	3,0	4,5	0,7	75,3
Otros países.....	40,2	35,5	2,6	21,7	2,0	9,1	20,0	425,8
Instituciones internacionales.....	56,0	24,7	13,6	6,7	5,7	-1,3	4,2	377,8
Dólar estadounidense	410,4	546,2	157,2	172,2	142,1	74,7	122,1	2.634,2
Yen	-26,8	-5,8	-11,9	-1,8	8,1	-0,2	-1,2	531,6
Monedas de la zona euro	224,2	576,0	138,5	152,5	164,8	120,3	121,4	1.650,5
Otras monedas	73,6	108,8	24,1	40,2	27,1	17,4	23,8	763,7
Sector privado	503,2	1.011,6	242,2	278,5	310,1	180,9	201,0	4.094,4
Instituciones financieras (3)	370,0	658,9	171,7	168,3	196,3	122,5	162,4	2.717,1
Emisores empresariales	133,2	352,7	70,4	110,1	113,8	58,3	38,6	1.377,4
Sector público (4)	122,3	188,8	52,1	78,0	26,2	32,6	60,8	1.107,8

(1) Datos del flujo de bonos, instrumentos del mercado y pagarés internacionales. Los cambios en las cantidades en circulación excluyen la valoración de los tipos de cambio.

(2) Excluyendo los pagarés emitidos por personas no residentes en el mercado nacional.

(3) Bancos comerciales y otras instituciones financieras.

(4) Excluyendo instituciones internacionales.

Fuente: BIS Quarterly Review.

nacionales de renta variable, tanto en 1999 como a principios de 2000, mientras que sus créditos (hasta finales de 1999) mostraban un crecimiento considerablemente inferior. Tales inversiones han servido para moderar los diferenciales respecto al crédito de los mercados de renta fija, fomentando de ese modo un cambio de los inversores internacionales, que han pasado de la financiación mediante préstamos a la financiación mediante la emisión de valores.

En lo que se refiere a la emisión de instrumentos internacionales de deuda, el primer trimestre de 2000 registró una modesta recuperación. Las emisiones netas trimestrales, que habían caído en el cuarto trimestre de 1999 previendo los problemas del efecto 2000, recuperaron un nivel ligeramente inferior al alcanzado el año anterior (cuadro núm. 2). La emisión de valores estuvo dominada por las instituciones financieras y las agencias estatales. La emisión por parte de sociedades no financieras fue muy escasa. El alejamiento de los emisores empresariales se reflejó también en la composición por tipo de instrumentos, que mostró una creciente confianza en es-

tructuras de renta fija, en detrimento de las estructuras de renta variable o vinculadas a los valores de renta variable.

... en especial por parte de los emisores del sector financiero...

Como es habitual, los bancos comerciales y otras instituciones financieras fueron los emisores más activos de obligaciones y pagarés internacionales durante el primer trimestre, representando el 62 por 100 de las emisiones netas. Las instituciones financieras alemanas y estadounidenses fueron las más activas en este sentido. A finales de marzo representaban el 24 por 100 y el 23 por 100, respectivamente, de los valores en circulación lanzados por tales entidades. En el caso de Alemania, la mayoría de las emisiones las realizaron los bancos, en especial los bancos estatales. Por otra parte, la fuerte emisión estadounidense la realizaron en gran parte instituciones no financieras. Los vehículos de "titulización" contribuyeron en gran medida a tales situaciones.

... y también, de forma creciente, por parte de las economías emergentes.

Las emisiones netas de las economías emergentes se mantuvieron en fase de crecimiento durante el primer trimestre de 2000, pasando de los 9.000 millones de dólares del último trimestre de 1999 a los 20.000 millones de dólares del primer trimestre de 2000. Los gobiernos centrales siguieron siendo los prestatarios más activos de los mercados internacionales, aunque, después de dos trimestres de reintegros netos, las emisiones netas de los prestatarios del sector privado también resultaron positivas. Como reflejo de la necesidad de financiar los crecientes déficit por cuenta corriente, los emisores del sector público hispanoamericano se mostraron especialmente activos en los mercados. Otro hecho a reseñar es que los países asiáticos volvieron a los mercados internacionales de deuda. Los reembolsos de los prestatarios asiáticos (exceptuando Japón) superaron en 1999 a las nuevas emisiones; sin embargo, en el primer trimestre de 2000 el aumento de las emisiones del sector privado dio lugar a una inversión de la situación. Concretamente, los flujos hacia las instituciones financieras coreanas alcanzaron su nivel más alto desde que se produjera la crisis, señalando una creciente confianza en las reformas en curso del sector financiero.

V. COREA: REESTRUCTURACIÓN DE LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN Y DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los fondos coreanos de inversión se expandieron entre presiones financieras ...

La crisis de Daewoo de julio de 1999 puso al borde del colapso a la totalidad del sistema financiero coreano y evidenció la necesidad de una reforma estructural de los mercados de renta fija y del sector de la inversión colectiva. Un caso a citar sería el de las prácticas de valoración empleadas en el sector de las sociedades de inversión inmobiliaria en valores de renta fija. Las autoridades habían ordenado en diciembre de 1998 que todos los fondos introdujeran la valoración actualizada antes de julio de 2000. Durante dicho período de gracia, los fondos existentes siguieron pujando agresivamente por nuevas inversiones que ofrecían una rentabilidad fija y aparentemente exenta de riesgos. Al bajar los tipos de interés desde sus altísimos niveles de principios de 1998, los inversores minoristas, las empresas no financieras y las instituciones financieras empezaron a colocar grandes sumas de dinero en los fondos de renta fija, en los que las prá-

ticas de valoración mantenían la rentabilidad por encima de los niveles del mercado. Los fondos gestionados por el sector se triplicaron, alcanzando la cifra de 255 billones de won en julio de 1999, casi el mismo importe de los depósitos bancarios, de los que 200 billones estaban invertidos en fondos de renta fija. Para mantener unos tipos superiores a los del mercado y captar nuevas inversiones, las ganancias de capital de las cuentas antiguas se emplearon para aumentar los pagos a las cuentas más recientes, en tanto que los activos se movían entre las carteras. Al producirse una rápida alza de los mercados de renta variable y caer los tipos de interés, el sector de las sociedades de inversión mobiliaria pareció, en un primer momento, muy rentable en 1999, pero lo que llegó a ser casi un hundimiento para Daewoo cargó los fondos con grandes pérdidas no realizadas.

... que, después de la crisis de Daewoo, puso en peligro la estabilidad del mercado de renta fija ...

Preocupado por las consecuencias de una liquidación del sector, el gobierno coreano creó, en septiembre de 1999, un "Fondo de Estabilización del Mercado de Renta Fija" (BMSF), dotado de 20 billones de won aportados "voluntariamente" por bancos y compañías de seguros. El BMSF sólo compró papel de primera calidad para apoyar los precios de los valores de renta fija. Entre finales de agosto de 1999 y mediados de febrero de 2000 (cuando se permitió que los inversores retiraran el 95 por 100 de sus reclamaciones a Daewoo) los activos de los fondos de inversión en renta fija redujeron su valor desde 150 billones de won hasta 70 billones de won. Pese a la liquidación a gran escala de activos, la rentabilidad del papel del Estado se redujo de forma significativa durante el segundo semestre de 1999, una época de grandes compras del BMSF. En los meses posteriores, el mercado de renta fija se estabilizó cuando los inversores adquirieron voluntariamente valores de renta fija con una alta calificación y las compras del BMSF se redujeron al mínimo. No obstante, el BMSF compró nuevos activos por valor de 2,4 billones de won en la época inmediatamente anterior a la fecha de amortización en el mes de febrero.

... y provocó medidas correctoras.

El BMSF se liquidó al finalizar el primer trimestre de 2000 y los participantes obtuvieron ganancias sobre sus inversiones. Por último, para obtener liquidez, se permitió que las sociedades de inversión mobiliaria en renta fija vendieran 18,5 billones de won de Daewoo a la Korea Asset Management Company (KAMCO) en

enero de 2000 por alrededor de un 35 por 100 de su valor nominal. KAMCO empleará tales activos para crear fondos de renta fija de alto rendimiento que se ofrecerán al público.

Era preciso prestar ayuda a las SC ...

Las citadas medidas lograron estabilizar los mercados de renta fija, pero seguía cuestionándose la solvencia de las restantes sociedades de inversión mobiliaria. El déficit de solvencia de dos sociedades de cartera (SC) supervivientes causó preocupación a finales de 1999, en especial al no estar ninguna de ellas vinculada con otras instituciones que pudieran ayudarlas a superarlo. Las autoridades aceptaron responsabilizarse de parte del pasivo de dichas empresas e inyectaron en ellas 3 billones de won en diciembre de 1999 y, posteriormente, a finales de mayo de 2000, anunciaron que se les inyectarían otros 5 billones de won. Estas dos instituciones se sometieron a planes de rehabilitación que incluían la conversión de cada una de ellas en una sociedad de valores y en una sociedad de gestión de inversiones, una reducción de su personal y la posibilidad de constituir sociedades estratégicas con gestores de activos extranjeros.

... pese a que el alcance de los problemas de las SGSC siga sin estar claro.

Los fondos gestionados por las sociedades de gestión de sociedades de cartera (SGSC) los comercializan otras instituciones financieras, habitualmente sociedades de valores que, a su vez, suelen estar afiliadas a *chaebols* (grandes consorcios de empresas coreanas). En 1999 había 18 SGSC operativas. Las autoridades decidieron que los déficit de los pagos a los inversores se distribuyeran entre la SGSC y la institución que comercializaba sus fondos, en proporción a sus porcentajes de las comisiones de venta del fondo (4). Cuando una SGSC suspendía pagos, la institución que distribuía sus fondos debía hacerse cargo del total de las pérdidas. Si no podía, los grupos industriales afiliados se hacían cargo de ellas. El gobierno

aceptaba la responsabilidad final del reembolso a los inversores no financieros. La extensión del déficit de solvencia y sus consecuencias sobre las SGSC, las sociedades de valores y las empresas industriales afiliadas resultan evidentes desde julio de 2000.

VI. JAPÓN: FUSIONES BANCARIAS

Ciertos nubarrones sobre la rentabilidad de los bancos japoneses...

La debilidad de los índices de los valores japoneses durante el segundo trimestre de 2000 se ha venido a sumar a los problemas del sector bancario nacional. Los grandes bancos, en general, recuperaron su rentabilidad en el año financiero 1999-2000, debido en gran medida a las ganancias de sus importantes participaciones accionariales. Si se produjeran nuevas caídas de los valores de renta variable, los bancos se enfrentarían a nuevas presiones renovadas para mejorar sus ganancias básicas. Además, los bancos están expuestos a un sector empresarial fuertemente apalancado. Cuando suben los tipos de interés japoneses, se espera que las empresas se enfrenten a problemas financieros, y es probable que aumente su porcentaje de impagados.

... dieron lugar a una oleada de fusiones ...

Los bancos respondieron a estas presiones iniciando una oleada sin precedentes de fusiones y adquisiciones. Tratando de mejorar su rentabilidad a través de un proceso de racionalización y de aprovechamiento de efectos sinérgicos, once de los mayores bancos japoneses han hecho públicos sus planes de combinar sus actividades para crear cuatro nuevas empresas bancarias. Clasificados por activos, tres de esos bancos figurarán entre los cinco mayores bancos del mundo, y el mayor, Mizuho (que reúne a Fuji Bank, Dai-Ichi, Kangyo Bank e Industrial Bank of Japan), se convertirá en el mayor de todos ellos (cuadro número 3).

**CUADRO NÚM. 3
FUSIONES PREVISTAS DE BANCOS JAPONESES**

NOMBRE DEL GRUPO	BANCOS QUE SE FUSIONAN	FECHA ANUNCIADA	ACTIVOS CONJUNTOS A FINALES DE MARZO DE 2000 (Billones de yenes)
Mizuho	IBI, DKB, Fuji	20 agosto 1999	142(*)
Sumitomo Mitsui	Sumitomo, Sakura	14 octubre 1999	98
Se hará público	Sanwa, Tokai	14 marzo 1999	78
Mitsubishi Tokyo Financial Group	Bank of Tokyo-Mitsubishi, Mitsubishi Trust, Nippon Trust, Tokyo Trust	19 abril 2000	91(*)

(*) Finales de marzo de 1999.

Fuente: *The Economist* y OCDE.

... que los mercados no recibieron con excesivo entusiasmo.

Sin embargo, hasta el presente, tales esfuerzos han sido recibidos con frialdad por los mercados financieros. Los precios de las acciones bancarias llegaron a su máximo en el cuarto trimestre de 1999, pero desde entonces han bajado un promedio de casi un 30 por 100. Los analistas, y repetidos informes de la prensa, han criticado los esfuerzos que se vienen realizando para combinar las operaciones bancarias, por considerarlos demasiado lentos y tímidos de acuerdo con las normas internacionales. Por ejemplo: recientemente se ha estimado que la integración prevista de los sistemas de los bancos japoneses fusionados requerirá un tiempo tres veces mayor que el que sería preciso si fusiones similares se produjeran en Estados Unidos (5). Circulan, por otra parte, ciertos informes en los que se afirma que un total de doce bancos fusionados tratan de mantener su autonomía operativa dentro de la nueva estructura, lo que, de ser cierto, haría que resultara ex-

cepциональmente difícil obtener los necesarios beneficios de productividad.

NOTAS

Nota del editor. Título original: "Highlights of Recent Trends in Financial Markets", en OCDE, *Financial Market Trends*, nº 76, junio de 2000, págs. 7-21. Traducción de DIORKI, revisada por el Departamento de Sistema Financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS).

(1) Las cifras referidas a Europa y Estados Unidos no pueden compararse directamente. En particular, las cifras europeas incluyen un alto porcentaje de préstamos para financiar OPA presentadas por ejecutivos de empresas.

(2) BIS, *Memoria Anual* de 2000.

(3) En torno al 75 por 100 de dichas emisiones fueron internacionales. No obstante, con la llegada de la zona euro, la distinción entre emisiones nacionales e internacionales europeas ha perdido gran parte de su significado.

(4) De hecho, debido en parte a los ingresos derivados de los certificados de la comercialización de las SGSC, las sociedades de valores obtuvieron un récord de beneficios en 1999. Así pues, el conjunto del sector mantenía fondos suficientes para superar el déficit de solvencia.

(5) *The Economist*, 27 de mayo de 2000.

Principales cambios en la estructura financiera de la Eurozona desde la introducción del euro^(*)

I. INTRODUCCIÓN

Ha pasado ya año y medio desde la introducción del euro. Hasta ahora, los cambios principales se han producido en los mercados financieros. Entre ellos figura, de manera notable, una rápida integración de los mercados monetarios nacionales en un único mercado, la eurozona, y un rápido crecimiento del mercado de bonos privados en euros. Este último hecho ha ampliado las diversas opciones disponibles para la financiación de empresas dentro de la eurozona. Tal y como se expone en el presente artículo, la estructura financiera de la zona euro está dando señales de una lenta pero robusta evolución hacia un mayor predominio de la financiación directa. En dicho proceso, el euro seguirá actuando como catalizador de una mayor integración y desarrollo de los mercados financieros nacionales de la zona euro hacia una amplia y genuina estructura financiera de dicha zona. Por último, todo esto podría producir un efecto indirecto de incremento de la inversión real y la habilitación del mercado para el control empresarial en la zona euro.

La estructura del presente artículo es la siguiente. El apartado II sitúa la estructura financiera de la zona en perspectiva frente a las estructuras financieras de Estados Unidos y Japón. El apartado III se centra en el proceso de integración que se ha producido en el mercado monetario. El apartado IV se ocupa de los acontecimientos que han tenido lugar en los mercados de deuda de la zona euro a lo largo de 1999, prestando especial atención a lo sucedido en los mercados de bonos privados. El apartado V analiza el desarrollo de los mercados de renta variable en la zona, centrándose de forma especial en la aparición de nuevos mercados para empresas en crecimiento, lo que ha facilitado la financiación de nuevas iniciativas empresariales privadas en la zona euro. El apartado VI trata de la aparición de nuevos instrumentos financieros y de otras iniciativas en los mercados de capi-

tales de la eurozona. El apartado VII atiende a los cambios estructurales en los mercados de divisas, en tanto que el apartado VIII recoge las conclusiones.

II. LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA ZONA EURO DENTRO DE UNA PERSPECTIVA GLOBAL

La estructura financiera de la zona euro incluye al conjunto de los mercados, instituciones e instrumentos financieros en los once países que adoptaron el euro el 1 de enero de 1999. Los cambios en esta estructura tendrán consecuencias directas e indirectas sobre la economía de la eurozona, ya que los mercados e instituciones financieros son el conducto a través del cual se provee financiación para el crecimiento económico y mediante el que se facilitan las decisiones de inversión de las empresas privadas y las decisiones de consumo de los agentes privados. Además, la introducción de nuevos instrumentos financieros o de innovaciones financieras amplía la gama de posibilidades de financiación empresarial, brinda oportunidades de cobertura contra diversos riesgos financieros y facilita la gestión de las carteras de inversiones.

Existen en la práctica distintas clases de estructuras financieras. En las estructuras de orientación bancaria, la intermediación bancaria o la financiación indirecta son el canal principal para cubrir las necesidades de financiación externa del sector privado no financiero. Por contra, en las estructuras conocidas como "titulizadas", la fuente principal de financiación son los mercados financieros. En este tipo de estructura, las empresas privadas no financieras recurren principalmente a instrumentos financieros a corto plazo (papel comercial) y a largo plazo (obligaciones empresariales) para obtener los fondos necesarios para obtener capital y realizar sus inversiones. Una característica adicional de dicha estructura financiera es la amplia disponibilidad de sofisticados instrumentos financieros tales como los

derivados, mientras que la administración del ahorro privado se institucionaliza de forma creciente hacia las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los fondos de inversión y de cobertura. En este tipo de estructuras financieras, la "titulización" (entendida como el proceso por el que los intermediarios financieros reúnen y hacen paquetes con los flujos de caja procedentes de préstamos tales como las hipotecas y los venden como valores) desempeña también un papel importante.

Si bien se están produciendo algunos cambios en la estructura financiera de la zona euro con respecto a Estados Unidos y Japón, aún se puede considerar que se aproxima más a una estructura financiera de orientación bancaria. Una señal de ello es que en 1999, entre las diversas fuentes de financiación de la economía, la parte mayor procedía de préstamos bancarios. En especial, el porcentaje de préstamos de bancos nacionales en circulación (104,2 por 100 del PIB a finales de año) era mayor que el de la financiación mediante emisiones de títulos de deuda nacionales, que se mantenía en un 89,8 por 100, o que el de la financiación bursátil, en donde la capitalización del mercado se situaba en un 90,2 por 100. Hay que tener presente, además, que los títulos de deuda nacionales los emite mayoritariamente el sector público (cuadro núm. 1). Por contra, se puede considerar que la estructura financiera de Estados Unidos presenta más rasgos propios de una estructura "titulizada". En especial, la financiación a través de créditos bancarios

como porcentaje del PIB (47,5 por 100 a finales de año) era muy inferior a la financiación mediante títulos de deuda, que se situaba en un 161 por 100 del PIB, o que la financiación bursátil, en la que la capitalización del mercado se situaba en un 188,9 por 100 del PIB. La estructura financiera de Japón parece menos "titulizada" que la de Estados Unidos, pero más que la de la zona euro. Esta situación refleja en parte el porcentaje relativamente alto de títulos de deuda emitidos por el sector público en el total de títulos de deuda que circulan en Japón.

Continúa la consolidación del sector de servicios financieros

En 1999 continuó la consolidación del sector de servicios financieros en la zona euro. Desde diciembre de 1998 hasta enero de 2000, el número de instituciones financieras monetarias (IFM) (1) de la zona se redujo en casi un 5 por 100, pasando de 9.856 a 9.397. El número del mayor grupo de IFM (las instituciones de crédito) se redujo también en cerca de un 5 por 100, pasando de 8.320 a finales de 1998 a 7.867 en diciembre de 1999.

La reducción del número de instituciones de crédito en la zona euro ha sido una tendencia continuada durante más de diez años. La tendencia a la consolidación del sector bancario refleja la respuesta de los bancos a los cambios en las condiciones del mercado

**CUADRO NÚM. 1
ESTRUCTURA FINANCIERA DE LA ZONA EURO, DE LOS ESTADOS UNIDOS Y DE JAPÓN
(PERÍODO: DICIEMBRE DE 1999)**

	ZONA EURO		ESTADOS UNIDOS		JAPÓN	
	Miles de millones de euros	Porcentaje del PIB	Miles de millones de euros	Porcentaje del PIB	Miles de millones de euros	Porcentaje del PIB
Depósitos bancarios (1)	4.894,5	80,1	5.124,4	54,2	5.482,0	113,7
Préstamos bancarios (2)	6.365,0	104,2	4.491,9	47,5	5.223,1	92,3
Valores nacionales de deuda en circulación . . .	5.486,1	89,8	15.308,3	161,0	6.294,2	130,6
– Emitidos por empresas	214,0	3,5	2.674,4	28,1	739,2	15,3
– Emitidos por instituciones financieras . . .	1.938,3	31,7	4.312,7	45,4	897,6	18,6
– Emitidos por el sector público	3.334,1	54,6	8.321,0	87,5	4.657,3	96,6
Capitalización del mercado de valores (3)	5.512,5	90,2	16.464,1	188,9	7.294,9	166,7

(1) Para la zona euro, los datos incluyen los depósitos a la vista, los depósitos con vencimiento pactado y los depósitos reintegrables sobre aviso de IFM distintas de los bancos nacionales o el BCE. Para Estados Unidos, los datos incluyen los depósitos a la vista y a plazo, y los depósitos de ahorro de todas las instituciones bancarias, mientras que en el caso de Japón los datos están referidos a depósitos a la vista y a plazo de los bancos con dinero bancario en cuenta. No se incluyen otras instituciones bancarias que ofrecen sustitutos de depósitos análogos a los citados.

(2) Para la zona euro, los datos incluyen los préstamos a residentes de la zona euro, extraídos del balance consolidado de las IFM. Por cuanto respecta a los Estados Unidos, los datos se refieren a la totalidad de los préstamos de bancos comerciales, cajas de ahorros y sindicatos de crédito (extraídos de las cuentas de flujos de fondos de los Estados Unidos, Reserva Federal), en tanto que en el caso de Japón los datos incluyen la totalidad de los préstamos de las entidades de depósito, tomados del sistema monetario del Banco de Japón.

(3) Como consecuencia del uso de diferentes normas informativas y de distintos métodos de cálculo, los datos no son totalmente equiparables.

Fuente: RIS (deuda nacional), BCE (depósitos bancarios y préstamos de IFM en la zona euro), FMI (depósitos bancarios y cifras del PIB de Japón y Estados Unidos), EUROSTAT (previsión del PIB de la zona euro, capitalización de la zona euro), RESERVA FEDERAL (préstamos bancarios en los Estados Unidos), BANCO DE JAPÓN (préstamos bancarios en Japón).

en Europa, que están impulsados por una serie de factores. Entre estos factores, los que se citan con mayor frecuencia son las novedades tecnológicas, la desregulación, la liberalización y la globalización. La introducción del euro se percibe como fortalecedora de esas fuerzas impulsoras. Es importante destacar que los cambios en las condiciones del mercado varían considerablemente entre las diferentes áreas de la actividad bancaria. Los cambios más notables se han producido en la banca mayorista, con la creación de un gran mercado interbancario integrado en la eurozona. Los cambios en las actividades de la banca minorista se perciben como algo mucho más gradual. La aparición de participantes nacionales mucho más grandes ha sido uno de los acontecimientos principales que han tenido lugar en este campo en 1999.

III. DESARROLLO ESTRUCTURAL EN EL MERCADO MONETARIO DE LA ZONA EURO

Como respuesta a la introducción del euro y al nuevo marco de la política monetaria, el mercado monetario de la eurozona sufrió un proceso de profunda integración y normalización en 1999. No obstante, el grado de integración logrado hasta la fecha difiere entre los distintos segmentos del mercado. Los más integrados son el mercado de depósitos sin garantía y los mercados de derivados. Entre los segmentos relativamente menos integrados del mercado figuran el mercado de repos y el mercado de valores a corto plazo –por ejemplo, letras del Tesoro, papel comercial (CP) y certificados de depósito (CDS).

La necesidad de redistribuir la liquidez entre los once países de la zona euro, incluyendo la que aporta el Eurosistema en sus operaciones de refinanciación, ha mejorado el desarrollo de operaciones transfronterizas en el mercado monetario. Dichas operaciones representan actualmente más del 50 por 100 de la actividad conjunta en todos los segmentos del mercado. Esta situación se ha visto impulsada por el buen funcionamiento del sistema TARGET para la transferencia de fondos de gran valor a través de la zona euro y de los demás países de la Unión Europea. TARGET ha desempeñado un papel fundamental facilitando la redistribución de liquidez dentro de la zona euro, así como en la actividad de arbitraje, que ayuda a nivelar los precios vigentes en los distintos segmentos del mercado monetario de la zona. El aumento de la actividad transfronteriza es especialmente notable en los segmentos no garantizados y de swaps, y contribuye a explicar su homogeneidad y alto nivel de liquidez. Dicha homogeneidad resulta evidente en los venci-

mientos a un día, como muestran las escasas diferencias existentes en los tipos a un día vigentes en los distintos países de la eurozona. Esto se refleja en los tipos que aportan los bancos más activos de los diversos países de esta zona, que constituyen el panel que se emplea para calcular la referencia básica del precio del mercado a un día: el EONIA (índice promedio a un día en euros).

Además del incremento de la actividad transfronteriza, otros cambios estructurales que se observan en el mercado monetario de la eurozona son la creciente concentración, por los participantes en el mercado, de sus actividades de gestión de efectivo en euros respecto a la situación que predominaba en los mercados monetarios antiguamente fragmentados; la mayor competitividad, el mayor número de contrapartes de que disponen los bancos y el aumento de la liquidez del mercado secundario.

a) El mercado de depósitos sin garantía presenta un alto grado de integración

De los diversos segmentos del mercado monetario del euro, el mercado de depósitos sin garantía es el más integrado. No obstante, vale la pena destacar que en este mercado la liquidez se concentra mayoritariamente en los vencimientos a corto plazo, y en especial en las operaciones a un día. Esta concentración aumentó de forma significativa desde principios del año 1999, con un incremento de un 40 por 100 de los vencimientos a un día entre finales de 1998 y el primer semestre de 1999. Por otra parte, la circulación de vencimientos a mayor plazo, desde una semana hasta un año, se redujo de forma considerable, en consonancia con la preferencia por las operaciones *repo* para vencimientos a mayor plazo y con el gran uso de swaps como cobertura en la toma de posiciones respecto al riesgo de los tipos de interés. La inmediata y plena aceptación por todos los participantes en el mercado de EONIA y EURIBOR (tipo de interés interbancario en euros, referencia fundamental para los vencimientos de hasta un año del mercado monetario en euros) ha desempeñado un papel fundamental a la hora de aportar al mercado una referencia uniforme de precios, contribuyendo de ese modo a su plena integración. Todo ello se refleja en los tipos casi idénticos de interés a corto plazo ajustados por riesgo que se aplican a los participantes de los distintos países de la zona euro.

Respecto a los participantes en el mercado monetario, hay que destacar que algunos de los principales, que se centraban previamente en sus mer-

cados nacionales o en los mercados europeos más activos, han ampliado de manera natural el alcance de sus actividades a toda la zona euro. Al mismo tiempo, la aceleración en el ritmo del proceso de consolidación y de fusiones ha promovido la concentración de las actividades de gestión de efectivo y del mercado monetario. Los grandes protagonistas parecen haber reforzado su cuota de mercado, beneficiándose de un mercado mayor y más líquido y de los esfuerzos de reorganización interna, que han mejorado sus posiciones competitivas. Parece que va desarrollándose una pauta de especialización de acuerdo con el tamaño, según la cual los grandes bancos suelen intervenir en el mercado monetario de la zona en operaciones transfronterizas, mejorando de ese modo la integración del mercado y garantizando unas condiciones homogéneas de financiación para los bancos de menor tamaño. Este tipo de segmentación ya existía, en cierto modo, antes de la introducción del euro, y no parece haber producido un deterioro de las condiciones de financiación para los bancos de menor tamaño.

b) Los mercados de repos aún no están plenamente integrados

Si se comparan con el mercado sin garantía, los mercados de repos aún no están totalmente integrados en la zona euro, como indica la diversidad de precios existente en el mercado "general colateral", o la parte del mercado en la que los valores canjeados por efectivo son ampliamente aceptados debido a sus características relativamente homogéneas. Entre las principales razones de tal situación figuran las siguientes:

- la divergencia de precios de las obligaciones subyacentes y sus diferentes grados de liquidez;
- la falta de armonización de la documentación legal que se emplea en los contratos de repos;
- las dificultades prácticas en la gestión transfronteriza y en la liquidación del colateral,
- el diferente tratamiento fiscal de las obligaciones, y
- una desigual disponibilidad del colateral en la zona euro.

Las operaciones *repo* con mayor plazo de vencimiento parecen resultar más atractivas por ofrecer

mayor seguridad. La expansión del mercado *repo* parece que no sólo está relacionada con la introducción del euro, sino también con la necesidad de limitar el riesgo del crédito y reducir las necesidades de capital. Los *repos* en circulación para vencimientos a más de un día aumentaron significativamente tras la introducción del euro. Esta situación era especialmente visible en los vencimientos a uno y tres meses, aunque la contratación diaria siguió siendo modesta respecto a la de vencimientos a menor plazo. La magnitud de las operaciones estándar también aumentó, convirtiéndose en práctica normal la suscripción de contratos de entre 50 y 100 millones de euros.

c) Cambios en los mercados de valores a corto plazo

En 1999 se produjo un cambio sustancial en la tendencia de los mercados de valores a corto plazo cuando los valores emitidos privadamente sobrepasaron al mercado de títulos públicos a corto plazo (gráfico 1). En comparación con 1998, en 1999 los mercados de valores a corto plazo (letras del Tesoro, CD y CP, principalmente) de los países de la zona euro experimentaron un aumento del importe global en circulación a consecuencia de una sustancial emisión neta realizada por el sector privado. Si bien la emisión y el importe de letras del Tesoro en circulación se redujo (en torno a un 18 por 100 en términos del importe en circulación); dicha reducción se vio compensada sobreadamente por el aumento de CD, CP y otros valores emitidos por residentes de la zona euro del sector privado. Más concretamente, el importe de CD y otro papel a corto plazo emitidos por IFM creció en un 51 por 100, mientras que el de los valores emitidos por sociedades no financieras (CP fundamentalmente) aumentó en un 43 por 100. A finales del año 1999, las letras del Tesoro seguían siendo el segmento más importante del mercado de valores a corto plazo de la zona euro. No obstante, a consecuencia de los acontecimientos citados, la magnitud total del mercado de valores de la zona euro emitidos por instituciones financieras (CD fundamentalmente) era casi igual al de las letras del Tesoro, y el conjunto del mercado de papel privado a corto plazo pasó a ser un 23 por 100 mayor que el de las letras del Tesoro. La reducción de la emisión bruta de valores a corto plazo por parte de los distintos tesoros nacionales de la zona euro con respecto a la emisión bruta de instrumentos tales como CD y CP, se debió a los cambios en las pautas de emisión de los sectores público y privado. En el sector público, estas pautas se vieron influidas por la mejora de la posición fiscal de los gobiernos nacionales de la zona euro, así como por un cambio de la composición

del vencimiento de la deuda pública a favor de vencimientos a mayor plazo. En el sector privado, el fortalecimiento de la actividad económica y la tendencia a la desintermediación financiera han fomentado también el aumento de las emisiones de valores privados a corto plazo.

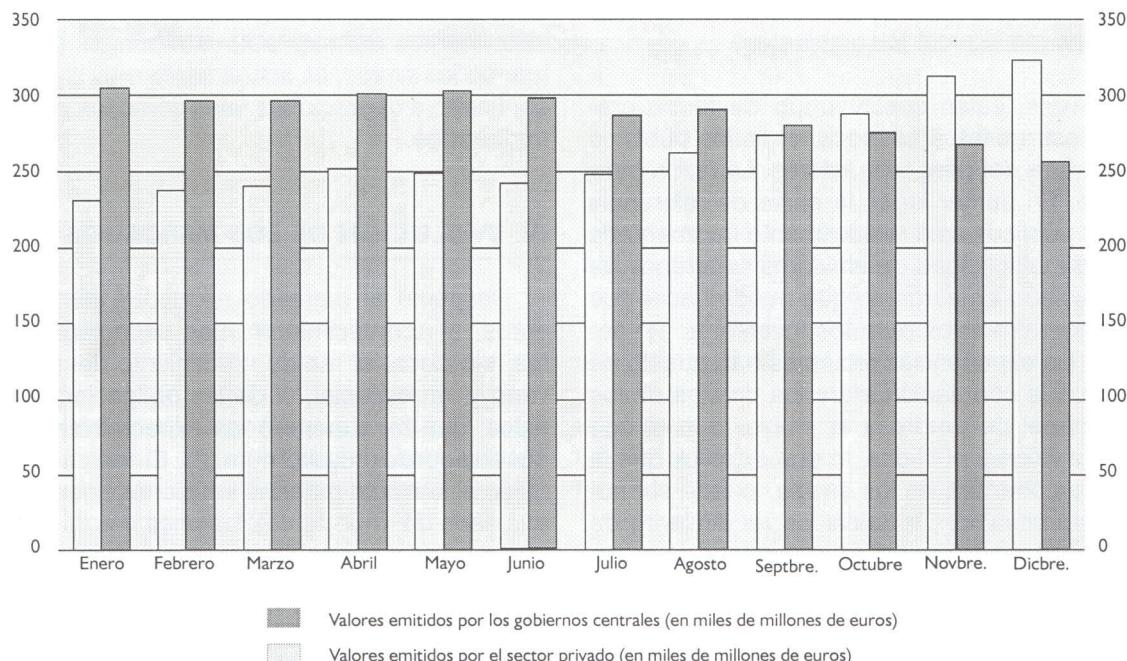
Aunque sólo disponemos de pruebas limitadas, las anteriores observaciones indican que, al revés de lo que ocurre en el mercado de los depósitos sin garantía y, en menor medida, en el mercado de la deuda, los mercados de valores a corto plazo de la zona euro siguen estando bastante fragmentados. Esta situación puede explicarse teniendo en cuenta la naturaleza diversa de dichos mercados y, en gran medida, también por el hecho de que el punto de partida de los mercados de valores a corto plazo en enero de 1999 era muy diferente del existente en el mercado de los depósitos sin garantía, que desde el inicio de la fase tres de la Unión Económica y Monetaria (UEM) gozaba de gran liquidez y estaba muy integrado. Por el contrario, los mercados primario y secundario de los valores a corto plazo estaban escasamente desarrollados, e incluso no existían en la mayoría de los países de la zona euro, y las opera-

ciones transfronterizas desempeñaban un papel muy limitado.

Dos explicaciones adicionales de la limitada integración actual de los mercados de valores a corto plazo son el significativo sesgo interno de los inversores institucionales y ciertos factores técnicos que también son importantes para el mercado *repo*, como la falta de procedimientos adecuados de liquidación para las operaciones transfronterizas, unida a una armonización insuficiente de los procedimientos de liquidación que se emplean en las operaciones nacionales, así como de los marcos legales pertinentes.

No obstante, desde el inicio de la fase tres de la UEM se ha observado un aumento significativo de la actividad y cierta integración en el segmento del papel privado del mercado. Asimismo, pudo observarse una tendencia a una mayor diversificación internacional de las inversiones en los mercados de letras del Tesoro. Se están discutiendo posibles soluciones para consolidar la actual infraestructura de los valores. Todo esto sugiere que puede esperarse un mayor grado de integración y desarrollo de los mercados de valores a

GRÁFICO I
ACTIVOS TOTALES DE VALORES A CORTO PLAZO DENOMINADOS EN EUROS EN 1999 (*)
(Activos totales en miles de millones de euros)



(*) Los valores se refieren a títulos denominados en euros y emitidos por residentes en la eurozona.
Fuente: BCE.

corto plazo a medida que vayan superándose gradualmente los obstáculos citados.

d) Desarrollos en el mercado de derivados a corto plazo

Desde el inicio de la fase tres, la integración, la normalización y la profundidad del mercado de derivados a corto plazo han aumentado de forma considerable. El mercado de swaps de tipo de interés del euro (en el que los instrumentos de tipo de interés fijo se canjean por instrumentos de tipo de interés variable) mostró un importante aumento en el promedio de operaciones diarias. Su profundidad y su liquidez aumentaron de forma notable a medida que se iba unificando, como confirma la existencia de una sola curva de rendimiento de los swaps para toda la zona euro. La mayoría de las operaciones pasaron a ser transfronterizas. El aumento de liquidez se reflejó en los indicadores habituales, como la evolución de los diferenciales de oferta y demanda, que se estrecharon respecto a los vigentes en los mercados de antes de la fase tres de la UEM, y que ahora se sitúan entre uno y dos puntos básicos. Además, la magnitud de la operación tipo aumentó hasta situarse en una media de 50 millones de euros, no siendo inusuales algunas sumas muy grandes (como, por ejemplo, 5.000 millones de euros).

Entre los factores que explican el éxito del mercado de los swaps, figuran los siguientes:

1) Los swaps, están sustituyendo de forma creciente a los instrumentos basados en títulos públicos para la cobertura del riesgo de interés. La razón para ello es doble. En primer lugar, la curva de referencia de los títulos públicos está relativamente fragmentada a causa de la multiplicidad de emisores soberanos de papel denominado en euros, lo que puede hacer que resulten menos atractivos para los inversores. En segundo lugar, las experiencias recientes han puesto de manifiesto que la correlación entre los precios de los swaps y el papel de empresa es mayor que la que existe con los valores públicos, lo que significa que la capacidad de cobertura de los swaps puede ser superior. En esta situación, la curva de rendimiento de los swaps pasa a ser también fundamental para los instrumentos del mercado monetario.

2) Con la llegada del euro, el arbitraje se realiza hoy más ampliamente mediante swaps en toda la zona euro. Esta situación se debe a que los diferenciales de los swaps se han reducido a consecuencia de la ampliación del mercado monetario, haciendo

menos costoso el uso activo de swaps a efectos de arbitraje.

3) Aunque esta tendencia no esté ligada a la llegada del euro, los participantes en el mercado muestran un creciente interés por los productos extracontables como herramienta eficaz para controlar su riesgo en tipos de interés. Les permite también alcanzar una mejor gestión de sus recursos de capital, al reducir las cantidades necesarias para cumplir los requisitos de capital impuestos por los pertinentes organismos reguladores.

El segmento más activo del mercado de los swaps lo constituye el mercado de "los swaps indexados a un día", en los que el componente de tipo fijo de la operación se cambia por un componente de tipo variable a un día (el tipo EONIA). El amplio uso de los swaps EONIA en la totalidad de la zona euro puede explicarse por el hecho de que están vinculados a un índice negociado en efectivo y por la oportunidad que ofrecen de reducir a un día todos los riesgos de tipo de interés a corto plazo.

Respecto a los demás productos derivados, han aumentado la actividad y la liquidez de los contratos de futuros del mercado monetario. A medida que el EURIBOR se ha ido convirtiendo en el tipo único de referencia, los contratos de futuros EURIBOR han ido sustituyendo a todos los contratos anteriores. Debido al éxito de los futuros negociados en Bolsa, el uso de instrumentos del mercado extrabursátil (OTC), exceptuando los swaps, es actualmente muy limitado, y está confinado a operaciones tales como los productos estructurados.

IV. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE DEUDA

Respecto al mercado de deuda denominada en euros, el acontecimiento más espectacular de 1999 fue, sin duda, el rápido crecimiento del mercado privado y, en especial, el de las obligaciones empresariales, que ha superado las expectativas de muchos observadores (cuadro núm. 2). El mercado cobró impulso al lanzarse grandes emisiones relacionadas con una serie de importantes fusiones y adquisiciones. La forma fluida y rápida en que el mercado de las obligaciones empresariales denominadas en euros demostró poder absorber dichas emisiones se consideró, en general, como una señal importante del aumento de su profundidad. No obstante, aún hay margen para una mayor integración de los mercados de deuda en la zona euro (para una exposición más detallada, véase recuadro 1).

Aunque relativamente pequeño en cuanto a volumen –en especial si se le compara con el crédito anterior en euros en la eurozona y/o con la magnitud del mercado de deuda privada (incluyendo tanto a las empresas no financieras como a las instituciones financieras) de los Estados Unidos, que es, aproximadamente, tres veces mayor que el mercado de deuda privada denominada en euros–, la tasa de crecimiento anual de la emisión bruta de deuda privada denominada en euros ha sido significativa. Según fuentes de datos comerciales, esta situación ha sido especialmente significativa en el caso de las empresas privadas no financieras y de las empresas privadas de servicios públicos. En general, tal y como se ve en el cuadro núm. 2, en 1999 la emisión bruta de deuda por parte de empresas privadas no financieras aumentó en un 285 por 100 respecto al mismo período de 1998, mientras que la emisión bruta por parte de las empresas privadas de servicios públicos aumentó en un 196 por 100 en el mismo período. No obstante, según datos del BCE, dado que gran parte de dichas emisiones vencía a corto plazo, en diciembre de 1999 el importe de los valores en circulación emitidos por empresas no financieras sólo aumentó un 15 por 100 respecto a finales de diciembre de 1998. En cuanto a la importancia relativa de la actividad de emisión, los mayores emisores privados de 1999 fueron los bancos, con casi tres cuartos del volumen total emitido, seguidos por las empresas no financieras, otras sociedades de financiación y las compañías de servicios públicos. A finales de 1999, según datos del BCE, el importe en circulación de los valores de deuda emitidos por el sector IFM había aumentado en un 12,7 por 100 respecto a finales de 1998. Al mismo tiempo, la importancia relativa del sector público en los mercados de títulos de deuda de la eurozona descendió, por cuanto el importe de los valores en circulación emitidos por el conjunto del sector público aumentó un 4 por 100 a finales de 1999 respecto al mismo período de 1998. El creciente recurso de las empresas privadas al mercado de deuda también resultó visible en el descenso de la impor-

tancia relativa de los préstamos de las IFM a las empresas no financieras en 1999.

Además de la influencia catalizadora de la introducción del euro, el fuerte crecimiento del mercado de deuda privada denominada en euros se ha visto impulsado por una serie de factores que han dado lugar a que el mercado sea mayor y tenga más liquidez, lo que atrae a un grupo mayor de inversores. Uno de los factores más importantes ha sido el progresivo proceso de reestructuración empresarial en Europa, que se ha traducido en una fuerte demanda de fondos por parte del sector empresarial privado. Dado que la introducción del euro ha estimulado la integración de los mercados de capital de la eurozona, las empresas de esta área que intervienen en actividades de fusiones y adquisiciones (M&A) y en operaciones tales como OPA apalancadas (LBO) –en las que la adquisición de una sociedad se financia mediante la emisión de deuda de alta rentabilidad– han financiado tales operaciones en gran medida con importantes emisiones de títulos de deuda denominados en euros, que a menudo sirvieron para pagar “créditos puente” (préstamos sindicados, fundamentalmente). Todo ello dio lugar a emisiones muy grandes, sin precedentes en la historia de los mercados de capitales europeos. En general, la actividad de fusiones y adquisiciones de las empresas de la zona euro aumentó fuertemente en 1999, tanto en el sector bancario como en el no bancario (cuadro núm. 3).

Según los proveedores de datos privados, no sólo aumentó el número de fusiones y adquisiciones en los sectores bancario y no bancario de la zona euro, sino que también lo hizo la magnitud media de dichas operaciones. En el caso de las fusiones y adquisiciones del sector no bancario, el número de operaciones en que intervinieron sociedades radicadas en países de la zona euro, como adquirente o como empresa objetivo de la fusión, aumentó en un 42 por 100 en 1999 respecto a 1998. Además, la magnitud media de las operaciones aumentó en más de un 100 por 100 en

**CUADRO NÚM. 2
VOLUMEN DE EMISIÓN BRUTA DE DEUDA PRIVADA
DENOMINADA EN EUROS, POR TIPO DE EMISOR (*)**

	Banca privada	Empresas	Compañías financieras privadas	Empresas privadas de servicios públicos	Total
Primer trimestre . . .	50,3	229,5	22,4	116,4	63,2
Segundo trimestre .	51,6	259,3	24,6	2.541,7	78,3
Tercer trimestre . . .	51,5	474,0	175,3	7,0	97,6
Cuarto trimestre . . .	10,1	223,3	92,8	269,2	43,8
Enero-diciembre . .	43,0	284,6	58,1	195,8	70,9

(*) Las emisiones se calculan por su importe nominal.

Fuente: CAPITAL DATA BONDWARE.

CUADRO NÚM. 3
ACTIVIDAD DE FUSIONES Y ADQUISICIONES EN LA ZONA EURO, EN ESTADOS UNIDOS Y EN JAPÓN
(Miles de millones de euros, número de operaciones y crecimiento porcentual con respecto al año anterior)

	ZONA EURO		ESTADOS UNIDOS		JAPÓN	
	Sector bancario (*)	Sector no bancario	Sector bancario (*)	Sector no bancario	Sector bancario (*)	Sector no bancario
<i>Valor de las operaciones en miles de millones de euros</i>						
1997.....	41,1	174,3	86,0	857,9	1,9	15,2
1998.....	110,2	335,3	271,7	1.309,5	1,5	17,1
1999.....	174,5	1.012,6	91,6	1.813,8	77,1	75,1
<i>Cambio porcentual anual del valor de las operaciones</i>						
1998.....	168,0	92,3	215,9	52,7	-22,0	12,1
1999.....	58,4	202,0	-66,3	38,5	5.202,7	340,0
<i>Número de operaciones</i>						
1997.....	199	4.323	596	12.325	26	497
1998.....	245	5.167	651	13.757	19	564
1999.....	278	7.315	535	12.402	82	1.387
<i>Cambio porcentual anual del número de operaciones</i>						
1998.....	23,1	19,5	9,2	11,6	-26,9	13,5
1999.....	13,5	41,6	-17,8	-9,8	331,6	145,9

(*) La definición de IFM segúnel BCE y la definición de bancos según Securities Data Company no son equivalentes.

Fuente: SECURITIES DATA COMPANY.

1999, situándose en 138,4 millones de euros. Dado que el número de operaciones se incrementó en un 14 por 100, el valor total de las fusiones y adquisiciones del sector no bancario se triplicó en 1999. Respecto al sector bancario, la magnitud media de las operaciones aumentó cerca de un 40 por 100, pasando de 450 millones de euros en 1998 a 628 millones de euros en 1999. A consecuencia de ello, el valor total de las fusiones y adquisiciones del sector bancario de la zona euro aumentó casi un 60 por 100 en 1999. El auge de las fusiones y adquisiciones relativas a bancos de la zona euro condujo a una situación en la que el tamaño medio de las operaciones superó en casi cuatro veces al de Estados Unidos, situación muy distinta de la de 1998, en la que la media de fusiones y adquisiciones fue muy similar en tamaño. Por ello, en 1999, el valor total de las operaciones del sector bancario casi llegó a doblar al estadounidense. En el sector no bancario, aunque la magnitud media de las operaciones fue muy similar en la zona euro y en Estados Unidos, el mayor número de fusiones y adquisiciones en Estados Unidos supuso que el valor total de las operaciones se duplicara aproximadamente respecto al de la zona euro.

En Japón, la ralentización del ritmo de la actividad económica parece haber dado lugar en 1999 a un aumento de la reestructuración empresarial. En cuanto a

fusiones y adquisiciones, tanto el número de operaciones como su volumen medio aumentaron de forma significativa en 1999 en los sectores bancario y no bancario. A consecuencia de ello, el valor total de las operaciones aumentó en un 5.203 por 100 en el sector bancario, y en torno a un 340 por 100 en el sector no bancario. Sin embargo, debido fundamentalmente a que la frecuencia de las fusiones y las adquisiciones era menor en Japón, el valor total de las operaciones fue muy inferior tanto al de la zona euro como al de Estados Unidos. No obstante, la magnitud media de las operaciones en el sector bancario japonés fue considerablemente mayor que en la zona euro y Estados Unidos.

Además del aumento de la actividad de fusiones y adquisiciones en la eurozona, el comportamiento del inversor contribuyó también al crecimiento del mercado de deuda privada denominada en euros. Los inversores institucionales comenzaron a invertir crecientemente en obligaciones de mayor rentabilidad, ya que se redujeron las posibilidades de diversificar riesgos entre los mercados de deuda de la zona euro, y debido a la desaparición de las oportunidades de diversificación en distintas divisas a fin de lograr una mayor rentabilidad para un determinado nivel de riesgo de la cartera. Además, la demanda de obligaciones privadas por parte de los fondos de pensiones

Recuadro 1

LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE DEUDA EN LA EUROZONA

La introducción del euro ha producido cambios significativos en los mercados de deuda europeos. Los antiguos mercados nacionales, en especial en el sector público, se han integrado en mayor medida, habiendo aumentado la actividad tanto del mercado primario como del secundario. Al mismo tiempo, diversos segmentos del mercado continúan con un bajo nivel de desarrollo en cuanto a profundidad, eficiencia e integración. Pese a que se han dado pasos importantes, hará falta tiempo para completar los profundos cambios que se están produciendo y para que la plena integración de los mercados de deuda pueda considerarse como un proceso a medio plazo, y no objetivo inmediato.

La desaparición del riesgo de cambio dentro de la zona euro, uno de los factores clave que limita habitualmente las inversiones transfronterizas, ha permitido que los inversores incrementen de forma sustancial la diversificación de sus carteras de deuda en dicha zona, que anteriormente tenía una significativa orientación nacional. No obstante, aunque muchos inversores europeos han cambiado sus parámetros de referencia (por ejemplo, los índices compuestos por distintos activos en los que basan la diversificación de su cartera) por índices de toda la zona, pueden observarse diferencias en el ritmo de diversificación según el lugar de residencia y el tipo de inversor. Los inversores de los países más pequeños parecen haber procedido a la diversificación con mayor rapidez que los de los países más grandes. Sin embargo, pese a la tendencia general a diversificar en toda la zona euro, ciertos segmentos del mercado de deuda, en especial los menos líquidos, se han mantenido en gran parte dentro del ámbito nacional y no han sufrido muchos cambios.

Con respecto a los precios de las obligaciones, se ha producido un cambio en la importancia relativa de los factores que determinan las diferencias entre los diversos emisores soberanos. Antes de la fase tres de la Unión Económica y Monetaria, la inflación del crédito y las correspondientes diferencias en el riesgo del tipo de cambio eran los principales factores que explicaban los diferenciales de rentabilidad, en tanto que en la Unión Monetaria, además de los aspectos de riesgo de crédito, la liquidez se ha llegado a convertir en un factor básico a la hora de definir las preferencias de los inversores por los diversos bonos del estado en euros. La mejoría experimentada en la consolidación presupuestaria nacional observada a lo largo de los últimos años; el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, y la continua integración del mercado han contribuido a una acentuada reducción de los diferenciales de rendimiento entre los distintos bonos nacionales, cuyo valor rara vez superó los 30 puntos básicos en 1999. En el futuro, la única forma de garantizar una reducción sostenida en los diferenciales de las primas del riesgo de crédito será por medio de una plena convergencia hacia una fuerte financiación pública nacional.

Más allá de la integración de los mercados nacionales, se ha registrado un significativo incremento de la competencia entre los emisores del sector oficial. A consecuencia de ello, los emisores nacionales (y supranacionales) han reconsiderado sus políticas de emisión, así como ciertos aspectos organizativos que afectan al funcionamiento de sus mercados secundarios. Se ha observado una tendencia convergente en las técnicas de emisión hacia prácticas que sean lo más eficientes posible. Las reformas realizadas se han dirigido, en general, a la mejora de la liquidez de la deuda emitida por medio del aumento de la magnitud de las emisiones y, a menudo, han mejorado las condiciones de acceso al mercado de los inversores no residentes.

Sigue habiendo, sin embargo, algunas barreras que se oponen a una mayor integración de los mercados de renta fija de la Unión Europea. Son necesarias una reglamentación suficientemente armonizada de los derechos de propiedad (de especial importancia en el segmento de la deuda peor calificada), una armonización de las normas contables y de los sistemas de gestión de las sociedades mercantiles, una adecuada regulación de los problemas de depósitos y liquidación, y una adecuada armonización de la reglamentación y la documentación legal del mercado *repo*. Además, al contrario de lo que ocurre con la reglamentación bancaria, en la que existe un grupo de normas bastante normalizado, la reglamentación de los valores dista mucho de constituir un marco competitivo común. La necesidad de alcanzar una mayor integración de los mercados de capitales en la zona euro se destaca en el Plan de Acción de la Comisión Europea sobre implantación del marco de los mercados financieros, que se publicó el año pasado. El citado plan fomenta la creación de un solo mercado financiero al por mayor, la apertura de servicios financieros internacionales al por menor y el fortalecimiento de una reglamentación basada en la prudencia. Dentro de su ámbito de competencia, el Eurosistema está realizando también estudios dirigidos a la identificación de campos en los que deban abordarse nuevas iniciativas destinadas a mejorar la integración.

se ha visto apoyada por el sólido crecimiento del mercado de pensiones y de fondos de inversión europeos, así como por la alta tasa de ahorro en Europa. Asimismo, la demanda de oportunidades de inversión en obligaciones privadas por parte de las compañías de seguros, que habían invertido tradicionalmente una parte significativa de sus fondos en préstamos a empresas y en títulos de deuda no cotizados (reflejando en parte el escaso desarrollo de un mercado de deuda empresarial paneuropeo), puede haber prestado un apoyo adicional al desarrollo de este mercado.

Se ha señalado, de hecho, que las consideraciones de liquidez han conducido crecientemente a los inversores minoristas a adquirir obligaciones empresariales a través de los fondos de inversión, lo que ha institucionalizado aún más la estructura financiera y facilitado la absorción de grandes emisiones por los mercados de capital. Todo ello puede atribuirse no sólo a los efectos de la Unión Monetaria, sino también al desarrollo tecnológico que permite la existencia de un mercado de deuda empresarial más profundo y eficiente. En épocas pasadas fue más difícil desarrollar este mercado desde un punto de vista técnico a causa de la heterogeneidad de emisores y mercados.

Por último, respecto a la elección de financiación directa o indirecta, la emisión de obligaciones privadas denominadas en euros puede estar relacionada con la propia estructura financiera. De forma especial, la percepción por los mercados financieros de los riesgos en que incurren los intermediarios puede haberse incrementado por efecto de un aumento de la competencia y de la desregulación del sector de servicios financieros, así como por la mayor exposición de los bancos a los mercados emergentes durante la pasada década. En este entorno, muchos prestatarios han visto que sus calificaciones se situaban por encima de las de los intermediarios financieros y, en consecuencia, han podido financiarse de forma más barata acudiendo directamente al mercado.

V. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE ACCIONES

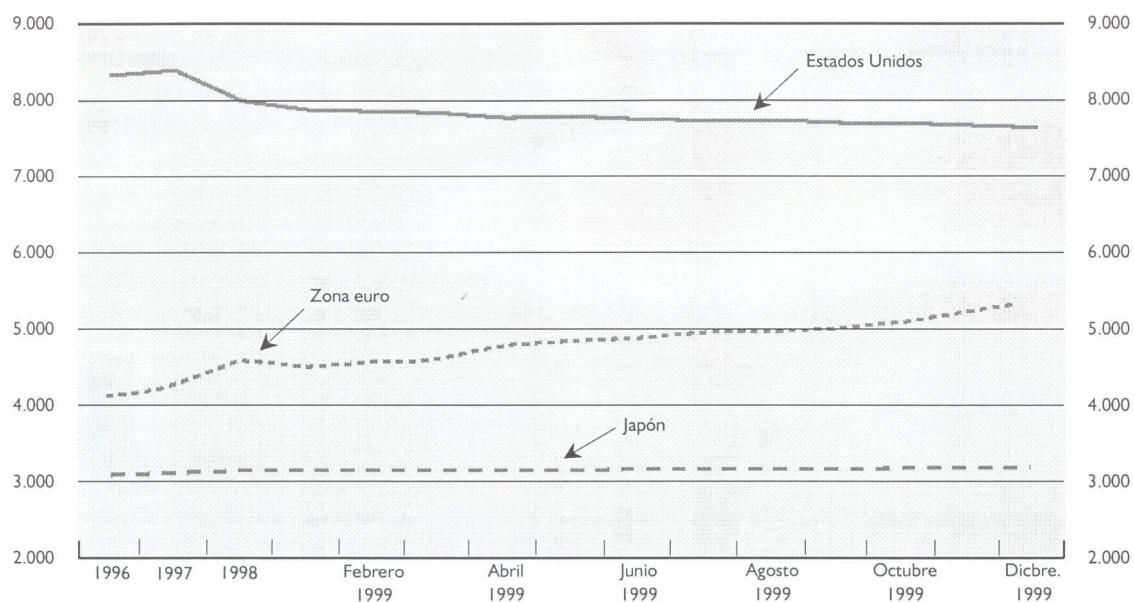
La capitalización total de los mercados de acciones de la zona euro se situó en 5.512.000 millones de euros a finales de diciembre de 1999, lo que suponía un 90 por 100 del PIB. Esto contrasta con la cifra de 3.624.000 millones de euros de finales de diciembre de 1998. Esta situación, además de reflejar un aumento de los precios de las acciones durante

dicho período, en especial en los últimos meses de 1999, indica también un fuerte aumento del número total de empresas que cotizaban en las bolsas de valores de los países de la zona euro a lo largo de 1999 (gráfico 2), que creció en casi un 20 por 100, pasando de 4.519 a finales de enero a 5.386 a finales de diciembre. Contrastó esto con el descenso de casi un 3 por 100 en el número de cotizaciones en Estados Unidos (que pasó de 7.885 a finales de enero de 1999 a 7.657 a finales de diciembre de 1999) y con el leve aumento de un 1,5 por 100 en Japón (de 3.166 a 3.213). Todo ello indica la creciente importancia de la financiación directa en la zona euro y confirma la impresión de que el sistema financiero de la eurozona está cada vez más "titulado".

La introducción del euro parece haber sido un catalizador para la reestructuración del sector empresarial, la aparición de las denominadas empresas de alto crecimiento y la creciente cooperación entre las bolsas nacionales (como refleja la creación de alianzas entre bolsas de valores). Esto ayuda a las empresas que tenían problemas para lograr financiación bancaria en épocas pasadas a obtener recursos mediante la emisión de acciones, algo que puede resultar más acorde con la naturaleza de su colateral y los perfiles de riesgo de sus beneficios. En esta situación, se produjo en 1999 un aumento significativo del mercado EURO.NM, que es un grupo paneuropeo de bolsas reguladas que trata de lograr que en él coticen sociedades de alto crecimiento. A finales de diciembre de 1999, dicha alianza, (que se estableció a finales de 1997) incluía cinco mercados europeos de acciones de sociedades de alto crecimiento: Le Nouveau Marché (París), Neuer Markt (Fráncfort), NMAX (Ámsterdam), EURO.NM Bélgica (Bruselas) y Nuovo Mercato (Milán). Otras bolsas europeas han mostrado interés por unirse a ella. Respecto a finales de diciembre de 1998, el número total de sociedades que cotizan en EURO.NM aumentó en un 108 por 100 hasta diciembre de 1999 (de 165 a 344). En el mismo período, la capitalización total del mercado pasó de 32.000 millones a 135.000 millones de euros, lo que supone un aumento del 322 por 100 (gráfico 3).

Otras iniciativas en el mercado de acciones son el anuncio de una *joint-venture* entre Nasdaq-Europe e iX para desarrollar un mercado vinculado global para valores paneuropeos de alto crecimiento, que está previsto que empiece a operar en el año 2000 (2), y el EASDAQ, una Bolsa internacional establecida en Bruselas que se centra en atraer cotizaciones de sociedades intermedias de alto crecimiento con una orientación europea o internacional. En general, la aparición de tales nuevas iniciativas en los últimos

GRÁFICO 2
**NÚMERO DE EMPRESAS QUE COTIZAN EN LAS BOLSAS DE LA ZONA EURO (*),
DE ESTADOS UNIDOS Y DE JAPÓN**



(*) Los datos referidos a Alemania sólo incluyen a las sociedades nacionales.

Fuente: FIBV.

años es señal de que el movimiento hacia, y el posterior inicio de, la fase tres de la UEM han ofrecido incentivos a las empresas privadas en Europa, y que más empresas se están posicionando para gozar de los beneficios de la Unión Económica y Monetaria.

VI. APARICIÓN DE NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y OTRAS INICIATIVAS DE LOS MERCADOS DE CAPITALES DE LA ZONA EURO

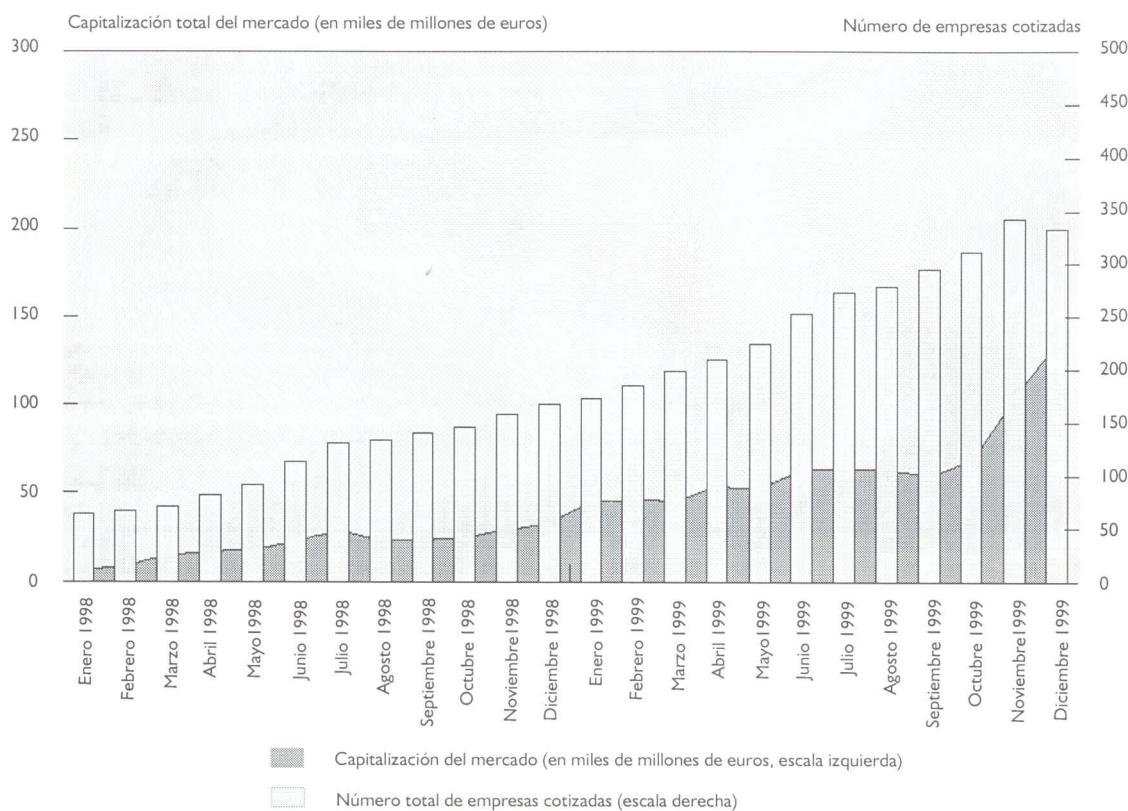
Paralelamente al crecimiento del mercado de deuda privada denominada en euros, la estructura de la financiación empresarial se diversificó más en 1999, al desarrollarse en mayor medida los diversos segmentos de los mercados de capitales de la zona. En este sentido, hay que citar el incipiente crecimiento de un mercado de obligaciones de alta rentabilidad (obligaciones emitidas por instituciones de baja calificación). El mercado de alta rentabilidad ha sido promovido por el aumento de la emisión privada relacionado con fusiones, adquisiciones y OPA, así como por la fuerte demanda de obligaciones de alta rentabilidad por parte de los inversores institucionales. En este aspecto, hay que señalar que la UEM ha dado lugar a una convergencia significativa de la rentabilidad de

las obligaciones del Estado al haber reducido las oportunidades de diversificación.

En general, un número creciente de empresas relativamente pequeñas y con una calificación baja han dado el paso de integrarse en el mercado de deuda privada denominada en euros, y han emitido obligaciones que ofrecen una rentabilidad relativamente alta. El crecimiento del mercado de alta rentabilidad fue sólido en 1999 (cuadro núm. 4). El volumen acumulado de emisiones brutas de obligaciones privadas con una calificación de BAA o inferior (según las calificaciones de la agencia Moody's) aumentó en un 362 por 100 en 1999 respecto a 1998. No obstante, la importancia relativa de las emisiones de sociedades con calificaciones tan bajas como las citadas sigue siendo muy inferior a la de los mercados estadounidenses.

El auge de la actividad de fusiones y adquisiciones que se produjo en la zona euro en 1999 revitalizó el mercado de los préstamos sindicados, en el que los préstamos los realiza un grupo o un sindicato de bancos. Las ventajas de los préstamos sindicados son que pueden gestionarse con mayor rapidez que las emisiones de títulos de deuda, y que prevén que los compromisos de préstamos puedan cancelarse en

GRÁFICO 3
EURO. NM: CAPITALIZACIÓN DEL MERCADO Y NÚMERO DE SOCIEDADES (*)
Final del periodo



(*) EURO.NM es la Alianza Europea de Bolsas de sociedades de alto crecimiento. Los miembros de EURO.NM y sus mercados respectivos incluyen actualmente a la Bolsa de París (Le Nouveau Marché), la Deutsche Borse (Neuer Markt), las bolsas de Amsterdam (NMAX), las bolsas de Bruselas (EURO.NM Bélgica) y la Bolsa italiana (Nuovo Mecato)

Fuente: EURO.NM.

que caso de que no se materialice la fusión o la adquisición previstas.

Los mercados de productos derivados de deuda, que se emplean tanto para cobertura como para tomar posiciones, se han estado concentrando en un solo contrato (el contrato *Bund*, que se negocia en Eurex), debido fundamentalmente a razones de liquidez. Además, los swaps de tipos de interés se han venido usando cada vez más a efectos de cobertura y valor relativo. También se han introducido los futuros de acciones basados en índices bursátiles paneuropeos. De todos ellos, el de mayor cifra de negocio ha sido el contrato basado en el Índice EURO STOXX del Dow Jones.

Se han creado nuevos sistemas de negociación electrónica como parte de las innovaciones financieras

de los mercados de capital de la zona euro. Con estos sistemas nuevos, se podrán mejorar la eficiencia y la transparencia del mercado. La integración de sistemas de liquidación es aún limitada en la zona euro, lo que se considera que obstaculiza los repos transfronterizos, como se exponía anteriormente respecto al mercado monetario.

VII. EVOLUCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS DE DIVISAS

La infraestructura para la negociación en euros en el mercado de divisas se desarrolló rápidamente en 1999. La introducción de la nueva moneda coincidió con cambios significativos en la estructura general del mercado de divisas en cuanto a liquidez, volúmenes y participación. Aunque esta evolución estuvo

CUADRO NÚM. 4
VOLUMEN DE EMISIÓN BRUTA DE DEUDA PRIVADA
DENOMINADA EN EUROS, POR CALIFICACIÓN DEL EMISOR (*)
(Porcentajes de aumento anual)

	AAA	AA	A	BAA e inferior
Primer trimestre.....	202,1	46,7	83,5	414,6
Segundo trimestre	113,4	63,0	75,3	269,6
Tercer trimestre.....	76,3	35,3	100,3	100,2
Cuatro trimestre	-49,5	6,2	47,5	1.353,5
Enero-diciembre	63,8	40,2	77,4	362,1

(*) Las emisiones se calculan por su importe nominal.

Fuente: CAPITAL DATA BONDWARE.

impulsada fundamentalmente por factores globales (tales como fusiones bancarias, una reducción en las preferencias por el riesgo y el creciente uso de sistemas de corretaje electrónico), la transición a la UEM ha sido también uno de los principales catalizadores que desencadenaron este proceso de racionalización. Entre los principales cambios observados figuran los siguientes:

- Se ha adoptado ampliamente el convenio de cotización recomendada del euro, "cierto por incierto" frente a todas las demás monedas (por ejemplo: 1 euro = X unidades de la moneda Y). La cotización de las monedas nacionales de curso legal cesó en gran medida en el mercado interbancario y para los grandes clientes empresariales. No obstante, los bancos siguen encontrándose con demandas de cotización de las monedas nacionales por parte de minoristas y pequeños clientes empresariales, lo que se espera que continúe hasta que los sistemas contables se hayan ajustado plenamente al euro.
- El número de participantes en el mercado se ha reducido a consecuencia de las fusiones bancarias y de la centralización de las operaciones en euros por los bancos e instituciones centrales.
- Se ha producido también un declive en la tradicional función de creación del mercado de divisas y en la disposición de los bancos a cotizar precios recíprocos. Dicho de otro modo, se ha reducido el número de intermediarios dedicados a cotizar en cualquier momento precios recíprocos a sus contrapartes (esto es, dispuestos a comprar o vender en cualquier momento una moneda a instancias de su contraparte). La principal fuente de liquidez al contado en las principales monedas, incluyendo el euro, se halla ahora en los sistemas de negociación electrónica, en los que los intermediarios pueden realizar operaciones sin tener que ofrecer precios recíprocos a sus contrapartes.

- El volumen de negocio en el mercado de divisas se ha reducido globalmente por algunas de las razones antes expuestas. No obstante, las reducciones han sido más acentuadas en algunos centros financieros en euros, cayendo en algunos casos las ventas en más de un 30 por 100. Una parte significativa de esta más que notable contracción puede atribuirse al efecto mecánico de la introducción del euro, por la que desapareció la negociación transfronteriza entre monedas de la eurozona. Puede reflejar también el hecho de que muchas operaciones cruzadas se realizaban vía dólar estadounidense.

- En su mayoría, los márgenes de operaciones en que intervenía el euro se redujeron rápidamente tan pronto el mercado se acostumbró a negociar y contabilizar en la nueva moneda. Los márgenes (esto es, los diferenciales habituales entre los precios de oferta y demanda) de las operaciones estándar en euros contra el dólar estadounidense, la libra esterlina y otras monedas no participantes fueron pronto muy similares en términos porcentuales a los vigentes antes de la UEM para operaciones similares contra el marco alemán. La principal excepción han sido las operaciones entre el euro y el yen japonés, en las que los márgenes han continuado siendo más amplios y variables que los de las operaciones entre el marco y el yen.

VIII. CONCLUSIONES

La introducción del euro a principios de enero de 1999 produjo un cambio significativo en el entorno económico y financiero. Los cambios más notables que tuvieron lugar en 1999 ocurrieron en la estructura financiera de la zona euro, con ciertas señales de que los mercados de valores de la zona se están haciendo más importantes. La integración de los mercados monetarios nacionales en un único mercado de la eurozona para liquidez a corto plazo progresó pausadamente. Además, el rápido crecimiento del mercado

privado de deuda denominada en euros y el correspondiente progreso de instrumentos financieros tales como las obligaciones de alta rentabilidad han aumentado el número de opciones disponibles para la financiación de las empresas de la zona euro. Todos estos acontecimientos podrían modificar de una manera más fundamental la estructura de la zona euro en los próximos años. Una mayor integración mejoraría la eficiencia de los mercados financieros de esta zona, lo que beneficiaría tanto a prestatarios como a inversores.

NOTAS

Nota del editor. Título original: "Main Changes in the Financial Structure of the Euro-Zone since the Introduction of the Euro", en OCDE, *Financial Market Trends*, nº 76, junio de 2000, págs. 109-127. Traducción de DIORKI, revisada por el Departamento de Sistema Financiero de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social (FUNCAS).

(*) Preparado por Javier Santillán, de la Dirección General de

Operaciones del Banco Central Europeo, y por Adrian van Rixtel y David Marques, de la Dirección de Política Monetaria, Dirección de Economía General, del Banco Central Europeo. Se agradecen los comentarios de Francesco Papadia, Hans-Joachim Klöckers, John Fell y Denis Blenck. El presente trabajo se basa en gran parte en el artículo "La zona euro un año después de la introducción del euro: características y cambios básicos en la estructura financiera", publicado en el *Boletín Mensual del BCE* de enero de 2000, páginas 35 a 49. Parte de la información de dicho artículo se basa en estudios de mercado realizados por el ESCB en el segundo y tercer trimestres de 1999.

(1) Las instituciones financieras monetarias (IFM) son instituciones financieras que constituyen el sector de emisión de dinero de la zona euro. Incluyen el Eurosistema, las instituciones de crédito residentes, tal y como dicho término se define en la legislación comunitaria, y otras instituciones financieras residentes cuya actividad consiste en recibir depósitos y/o activos similares de entidades distintas de las IFM, y en otorgar créditos por cuenta propia (al menos en términos económicos) y/o invertir en valores. El último grupo lo forman fundamentalmente los fondos del mercado monetario.

(2) El 3 de mayo de 2000, Nasdaq Europe Ltd e iX-International Exchanges plc (formada por la Bolsa de Londres y la Deutsche Börse) constituyeron una *joint-venture* para desarrollar un mercado para acciones paneuropeas de alto crecimiento. Se espera que la fusión se consuma en el otoño de 2000.



OPINIONES



El “estado de la cuestión” de los mercados de valores, según sus protagonistas

Departamento de Estudios e Investigación
en Sistema Financiero de FUNCAS

El análisis de los posibles escenarios de desarrollo futuro de los mercados de capitales no quedaría completo sin la evaluación por sus principales protagonistas, esto es, operadores, reguladores y supervisores de los mercados de valores. Por ello, la redacción de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO ha considerado oportuno recoger las opiniones de un elenco de voces autorizadas, que incluyen representantes del Ministerio de Economía, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de las cuatro bolsas españolas y de algunas empresas de servicios de inversión. La idea principal que transmiten sus opiniones revela un cierto optimismo con respecto al futuro del mercado de valores, si bien todos coinciden en que aún quedan numerosas transformaciones por producirse, tanto a escala nacional como internacional.

Las aportaciones de estos expertos fueron recogidas a lo largo de un cuestionario de siete preguntas en el que se trataban de sintetizar cuestiones de gran calado sobre el futuro de los mercados de capitales. La primera de ellas se refiere a la evaluación del estado actual de los mercados de valores y del proceso de integración, cuestión que se encuentra en el centro del debate actual en la Unión Europea, tras la reciente difusión en el mes de noviembre del informe del llamado Comité de Sabios del ECOFIN. Las principales impresiones al respecto destacan el sustancial impacto que supondrá la moneda única y las nuevas tecnologías. Por su parte, la integración de los mercados de valores europeos se concibe generalmente como un proceso necesario, aunque aún en sus estadios iniciales. Entre las principales dificultades para este proceso, se destaca la heterogeneidad de las regulaciones nacionales. En este sentido, **José Folgado** (Secretario de Estado de Economía) y **Pilar Valiente** (presidenta de la CNMV) señalan cómo el proceso de integración no ha resul-

tado, hasta el momento, demasiado satisfactorio. Sin embargo, ambos encuestados destacan los importantes acuerdos alcanzados en el Consejo Europeo de Lisboa para la articulación del Plan de Acción de los Servicios Financieros, así como el análisis y recomendaciones que se desprenden del informe preliminar del Comité de Sabios anteriormente mencionado. Las principales medidas que se derivan de las opiniones recogidas coinciden en afirmar la importancia de una mayor celeridad y homogeneidad en la implantación de la regulación comunitaria, más allá de las directivas en vigor actualmente.

La segunda de las cuestiones se refiere precisamente a los mecanismos que se consideran necesarios para conseguir una mayor armonización legislativa. Junto a las medidas comentadas, los presidentes de las Bolsas de Madrid (**Antonio Zoido**), y Valencia (**Ángel Torre**) coinciden en afirmar que esta homogeneización debe comprender la diversidad de aspectos que atañen al mercado (negociación, compensación y liquidación). Por su parte, **Joan Hortalá** (presidente de la Bolsa de Barcelona) destaca la ejemplaridad, de cara a una posible integración europea, del sistema español de interconexión bursátil (SIBE), mientras que **José Luis Marcaida** (presidente de la Bolsa de Bilbao) subraya la importancia de superar las dificultades derivadas de culturas financieras distintas. Los posibles recelos que surgen a escala nacional para una mayor integración y las dificultades consiguientes de carácter político son igualmente señalados por **Emilio Ontiveros** (consejero delegado de Analistas Financieros Internacionales) y **Juan Carlos Ureta** (presidente de Renta 4).

La posibilidad de una alianza paneuropea, tercera de las preguntas planteadas, resulta, según la mayoría de las opiniones recogidas, bastante improbable

a corto plazo. Sin embargo, se destaca como contrapartida el carácter inevitable de una mayor integración en Europa, aunque ésta no ha de producirse necesariamente en torno a una sola Bolsa de valores. Así lo afirman los presidentes de las cuatro sociedades rectoras de las bolsas españolas. Tanto **Folgado** como **Valiente** destacan la importancia de la tecnología y la estructura de propiedad de cara a una mayor integración, puesto que son numerosas las diferencias en este sentido entre las bolsas europeas. De este modo, **Ontiveros** prevé una mayor integración en términos de negociación, compensación y liquidación que fusiones propiamente dichas entre bolsas.

El papel de internet, y el impacto y evolución de los "nuevos mercados", se recogen en las cuestiones cuarta y quinta de este cuestionario, habida cuenta del protagonismo adquirido por los mismos en los últimos años. En cuanto al papel de internet, la mayor parte de las respuestas coinciden en señalar el potencial de este vehículo tecnológico para acercar los mercados de valores a los inversores minoristas. Por otro lado, **Valiente** destaca la oportunidad para los principales brokers de aprovechar este medio para el corretaje electrónico y, al igual que **Folgado**, señala la necesidad de mejorar la supervisión y el control de un medio que traspasa con facilidad las fronteras. En este sentido, a juicio de **Ontiveros**, internet está resultando más útil de momento en Europa como medio para obtener información y transmitir órdenes que para la negociación.

En cuanto a los "nuevos mercados", existe cierta unanimidad en destacar las dificultades relativas a la valoración de los activos que en ellos se negocian. En este sentido, **Zoido** subraya cómo estos problemas son consustanciales a la naturaleza de estos títulos. En la misma dirección, **Hortalá** indica que la corrección reciente de la cotización de estos valores se debe a un proceso de racionalización, tras una cierta sobrevaloración inicial. Esta corrección es interpretada por **Ureta** como una señal de infravaloración tras la "euforia" inicial, mientras que **Folgado** se refiere a la desaparición progresiva del componente de "exuberancia irracional" en la cotización.

Por otro lado, ante la posibilidad de que se establezcan alianzas para los principales títulos, la mayor parte de las impresiones recogidas admiten la posibilidad de establecer un mercado único para determinados títulos (como los denominados *blue chips*) que, sin embargo, resultaría perfectamente compatible con el desarrollo de los mercados domésticos. Así, por ejemplo, **Marcaida** propone un sistema de interconexión ágil entre los mismos, que acelere las conexiones

sin implicar una fusión de facto. En este sentido se manifiestan igualmente **Torre**, destacando la eficiencia del SIBE español. Asimismo, en la visión de **Ontiveros** y **Ureta**, el concurso de las bolsas locales, más que compatible, resulta necesario. En cuanto a las posibilidades de financiación de las empresas españolas en este contexto, las opiniones recogidas al respecto, lejos de augurar problemas, destacan los beneficios potenciales de la expansión de los mercados. **Folgado** destaca las posibilidades que pueden abrirse para las PYME y la necesidad de impulsar el capital riesgo.

Por último, conviene destacar el futuro de uno de los vehículos de inversión cuya contribución a la expansión reciente de los mercados de valores ha sido determinante: los fondos de inversión. La canalización del ahorro a través de los inversores institucionales ha adquirido una relevancia sin precedentes en los últimos años en Europa. En este sentido, las autoridades europeas aspiran a crear un mercado único de fondos de inversión, proyecto que hasta la fecha no ha estado exento de dificultades. Sin embargo, como señala **Folgado**, los esfuerzos recientes en materia de armonización y la creación de nuevos tipos de fondos (como los fondos de fondos y los *master-feeder funds*) puede impulsar en un futuro próximo un mercado de fondos de inversión europeo más abierto y competitivo, con los consiguientes beneficios para el inversor. Para su consecución, resultará necesaria, a juicio de **Valiente**, una mayor cooperación entre las agencias de supervisión para salvaguardar los intereses de los clientes. Desde las sociedades rectoras, se destaca la importancia de la integración para incrementar la competencia en el sector. De este modo, **Zoido** y **Torre** señalan los beneficios potenciales por reducción de costes, mientras que **Hortalá** augura mayores salidas para activos como los *blue chips* a través de los fondos y **Marcaida** prevé una competencia creciente entre fondos europeos y macrofondos americanos.

En definitiva, el futuro de los mercados de capitales se presenta como un acontecimiento apasionante. Entre los escenarios más probables se incide en la posibilidad de desarrollar una mayor integración en el ámbito europeo, lo que implica retos notables desde la óptica normativa y soluciones múltiples desde los puntos de vista operativo y estratégico. Estos son, a nuestro entender, los principales desafíos de los mercados de valores españoles y europeos. En todo caso, el lector dispone en las páginas siguientes del conjunto de opiniones de estas voces autorizadas de nuestro sistema financiero, para extraer sus propias conclusiones sobre el futuro de los mercados de capitales.

CUESTIONARIO

1. Teniendo en cuenta el intenso proceso de liberalización que han experimentado recientemente los mercados de capitales internacionales, ¿cómo evaluaría la situación actual de los mercados de capitales europeos, y en particular su estado actual de integración?

2. La consolidación de los distintos mercados de capitales en Europa debe afrontar, a su vez, la armonización de la regulación por la que se rigen múltiples aspectos de la actividad en los mercados financieros, incluyendo los sistemas de negociación, compensación y liquidación, la estructura de la supervisión y control, y la propiedad o naturaleza jurídica de las bolsas y otros organismos rectores. ¿Cuáles son las principales dificultades y las posibles vías de solución para la armonización regulatoria de los mercados de capitales europeos?

3. En los últimos años, hemos sido testigos de numerosos proyectos de alianzas y acuerdos de facto entre las distintas bolsas (iX, Euronext) y grupos de compensación y liquidación en Europa, así como de la aparición, al amparo de las nuevas tecnologías, de plataformas alternativas de negociación. ¿Cree posible a medio plazo el establecimiento de una alianza para una Bolsa pan-europea?

4. La tecnología se ha convertido en uno de los elementos clave en el funcionamiento de los mercados de capitales y en su integración. Desde el punto de vista del acceso a los mercados y los canales de distribución, ¿qué papel cree que puede jugar internet en la competencia en los mercados de valores europeos?

5. Uno de los segmentos del mercado sobre los que se ha generado una mayor controversia en cuanto a su valoración actual y desarrollo futuro han sido los valores tecnológicos. ¿Cómo describiría la situación actual y perspectivas futuras de los llamados "nuevos mercados" de valores?

6. ¿Podría producirse una integración bursátil exclusiva para los principales valores europeos manteniendo al margen un conjunto de bolsas secundarias? ¿Cuáles son las posibilidades futuras de financiación de las empresas españolas en los mercados internacionales de capitales?

7. Entre los protagonistas del desarrollo de los mercados de renta fija y variable en España y Europa en los últimos años se encuentran los inversores institucionales, destacando el papel desempeñado por los fondos de inversión. En caso de materializarse, ¿qué implicaciones podría tener el proyecto comunitario de creación de un mercado único europeo de fondos de inversión?

JOSÉ FOLGADO

Secretario de Estado de Economía,
de Energía y de la Pequeña y Mediana Empresa

1. Los mercados de capitales europeos están experimentando una transformación que va a permitir su incorporación plena y definitiva al proceso de integración económica europea. Las dos fuerzas básicas impulsoras de los cambios son la integración monetaria y la utilización de nuevas tecnologías en el ámbito de los mercados financieros, que han reducido de forma notable los costes de transacción. Todo los agentes involucrados están adaptando sus estrategias y decisiones al nuevo entorno, colaborando así a la profundización del proceso.

Los mercados e intermediarios se enfrentan a una mayor competencia derivada de la reducción de las barreras a la entrada y de la aparición de nuevos canales de distribución. Los inversores comienzan a aprovechar las oportunidades de optimizar la relación rentabilidad riesgo de sus carteras mediante el aumento del peso de los activos de otros países europeos y las mejoras en las condiciones de información y precios de los servicios.

Los gobiernos de los estados miembros también participan de forma activa en el proceso desde dos perspectivas distintas. En primer lugar, tratan de reforzar la posición relativa de sus mercados e intermediarios frente a la competencia, eliminando obstáculos de naturaleza regulatoria e institucional. En segundo lugar, son conscientes de los beneficios económicos que la integración de los mercados de capitales euro-

peos puede generar a través de la reducción del coste de utilización del capital y del aumento de la eficiencia de la asignación del ahorro a las oportunidades de inversión. La prioridad política otorgada por los gobiernos europeos a este objetivo ha quedado patente en las conclusiones del Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000, en el que se establece la fecha de 2005 como límite para el cumplimiento del Plan de Acción de los Servicios Financieros presentado por la Comisión en junio de 1999. Este Plan trata de completar el primer paquete de directivas destinado a crear un Espacio Financiero Único basado en la libre circulación de capitales y la libertad de prestación de servicios en el marco del proceso de construcción del Mercado Único.

El grado de integración de cada segmento del mercado de capitales europeo depende, por tanto, del efecto asociado a la reducción de los costes de transacción, en función de la naturaleza del activo y del emisor.

En los mercados de renta fija, el impacto de la creación del euro ha sido particularmente intenso. La desaparición del riesgo de cambio y de los costes de conversión de moneda, junto con la puesta en marcha de la política monetaria única, ha aumentado la sustentabilidad y comparabilidad entre los activos. Los diferenciales se han estrechado de forma drástica, ya que ahora reflejan fundamentalmente las diferencias en los riesgos de crédito y de liquidez. Asimismo, es destacable la tendencia al aumento del tamaño medio de las emisiones.

A la vez, el acercamiento en las prácticas de emisión, la mayor coordinación entre las emisiones europeas y el avance en la homogeneización de las convenciones están favoreciendo igualmente una mayor integración de los mercados de renta fija europea.

El mercado de renta fija privada es el que ha registrado el avance más espectacular, puesto que en 1999 se ha doblado el volumen de emisiones netas (alcanzando alrededor de 500.000 millones de euros), lo que ha permitido que las emisiones denominadas en euros superasen por primera vez a las denominadas en dólares. A pesar de que existen sin duda factores coyunturales que han inflado el mercado durante el pasado año, entre los que destacan los bajos tipos de interés del euro y la actividad de fusiones y adquisiciones, es difícil negar que nuevos factores estructurales han propiciado la emergencia de un potente mercado europeo de renta fija privada. En este caso, se ha avanzado tanto en profundidad, por el aumento del tamaño del mercado y la reducción del riesgo de

liquidez, como en amplitud, por la aparición de nuevos segmentos con activos de menor calidad crediticia. Por otro lado, este fenómeno muestra la tendencia de las empresas a utilizar en mayor medida la financiación a través del mercado, lo que supone una nueva fase en el proceso de desintermediación en el que Europa se encuentra todavía por detrás de Estados Unidos.

En los mercados de renta variable, los notables avances en la integración están más relacionados con la utilización de nuevas tecnologías que con la moneda única. En efecto, los costes de transacción más importantes para las operaciones transfronterizas con acciones son los relacionados con la información, tanto por la dificultad de acceso como por las asimetrías entre emisores e inversores. Al menos así se explica en gran parte de la literatura el sesgo hacia las acciones domésticas (*home equity bias*), que hace que no se aprovechen plenamente las oportunidades de reducir sin costes el riesgo de la cartera mediante la diversificación de las inversiones. Según las estimaciones realizadas por diversos autores, la magnitud del sesgo se ha reducido a lo largo de la década de los noventa gracias a la mayor disponibilidad de información sobre la evolución de las empresas de otros países derivada de las nuevas tecnologías. La creación del euro y la incorporación acelerada de los mercados de acciones a la globalización financiera están propiciando un aumento de las transacciones intra-europeas, basadas cada vez más en estrategias sectoriales, pero también un despegue definitivo de las compras de acciones en mercados exteriores. El aumento de la correlación entre las bolsas de la zona euro reduce las posibilidades de diversificación de las carteras, lo cual aconseja a los gestores ampliar el marco geográfico de referencia de sus carteras.

2. La aplicación a los mercados de valores del esquema sobre el que se basó la creación de un mercado único de servicios bancarios no ha resultado totalmente satisfactoria. Las razones que explican las dificultades para que la combinación de armonización mínima y reconocimiento mutuo de las normas permitiera la efectiva integración de los mercados de capitales tienen que ver con la naturaleza de la actividad y su regulación.

En el ámbito de las entidades de crédito, la preservación de la solvencia es un interés ampliamente compartido (lo que refuerza la confianza en el reconocimiento mutuo), y la libre prestación de servicios no ha provocado grandes cambios en las cuotas de mercado de las industrias financieras nacionales. Por el con-

trario, en el ámbito de los mercados de valores, las diferencias en la capacidad competitiva de las industrias y en los niveles de cultura financiera de los países generan formas distintas de entender la regulación, que vienen lastrando el proyecto de integración de los mercados. Además, la parte sustancial de la regulación, la que se refiere a las normas de conducta destinadas a garantizar la protección del inversor, es competencia del país de destino, lo que merma la efectividad de la aplicación del principio de país de origen.

Existe no obstante un cuerpo de directivas que ha tratado de armonizar aspectos como la admisión a cotización de valores en mercados organizados, los folletos de emisión, la actividad de las empresas de servicios de inversión, los sistemas de protección de los inversores, la prohibición del uso de información privilegiada, las normas reguladoras de los mercados organizados, la comercialización transfronteriza de fondos de inversión y determinadas normas mercantiles que afectan a las sociedades. Esta normativa ha logrado abrir los mercados nacionales, pero no crear un mercado integrado. Ante esta situación, el ECOFIN encargó a un Comité de Sabios el estudio de la regulación de los mercados de valores y las fórmulas para corregir las insuficiencias, y dicho Comité ha presentado recientemente su informe preliminar.

Por otra parte, la Comisión propuso el ya citado Plan de Acción para los Servicios Financieros, que contienen 42 medidas para actuar sobre cuatro áreas (mercados minoristas, mayoristas, regulación prudencial y supervisión, y otras medidas para el mercado único de servicios financieros). El contenido del Plan es reconocido ampliamente como adecuado, pero existen serias dudas sobre la posibilidad de cumplirlo en los plazos previstos, dadas las limitaciones del marco institucional actual:

— el procedimiento legislativo comunitario es muy lento, se tarda unos tres años en aprobar una Directiva; sin embargo, cuando hay voluntad política, se acelera el proceso;

— la búsqueda del consenso lleva a textos poco claros o con una armonización mínima, cuya transposición por los estados resulta en obstáculos a la integración,

— los estados se retrasan en la transposición,

— la regulación presenta lagunas: no se han armonizado los fondos de pensiones, el estatuto de la sociedad europea..., hay algunas normas que han quedado obsoletas,

— no hay un mecanismo ágil para poner al día la normativa comunitaria, y

— los mecanismos de cooperación e intercambio de información entre supervisores son insuficientes y dan lugar a actuaciones disciplinarias impredecibles.

En definitiva, el sistema actual es lento, rígido, da lugar a normas ambiguas y depende de normas de rango elevado (directivas) para desarrollar regulaciones muy detalladas. El Comité de Sabios propone que el Consejo Europeo de Estocolmo (marzo 2001) adopte una resolución de modo que el procedimiento para la adopción de normas financieras se modifique de acuerdo con un esquema en cuatro niveles:

1) Adopción (“siempre que sea posible”), por el sistema *fast-track* de lectura única, de directivas o reglamentos que establezcan sólo principios y objetivos generales.

2) Desarrollo de la norma por un procedimiento de comitología, lo que requiere la creación de un Comité de Valores que cuente con el apoyo de un Comité de Reguladores.

3) Adopción de la normativa por parte de los estados dentro de un marco de mayor cooperación entre reguladores y supervisores.

4) Control reforzado de la transposición por parte de la Comisión y de los demás estados.

A la vez, el Comité considera que, si se adoptan estas medidas, no es necesario crear un supervisor único en la UE. Por el momento, el Comité cree que sería suficiente adelantar al año 2004 la conclusión del Plan de Acción.

La posición de España en el debate sobre la regulación de los mercados de capitales europeos ha estado siempre orientada a conseguir el grado de armonización necesario para garantizar un nivel elevado de protección a los inversores y un funcionamiento eficaz del Mercado Único. Por lo tanto, a la espera de la publicación del informe definitivo del Comité de Sabios, se comparte a grandes rasgos tanto el diagnóstico del problema como las líneas avanzadas para su solución. Será necesario, en cualquier caso, que todos los estados miembros realicen el esfuerzo de ceder en una parte de sus posiciones para alcanzar un compromiso político que permita hacer realidad los beneficios de un mercado integrado.

3. Es verdad que los nuevos desarrollos tecnoló-

gicos, la necesidad de abaratar costes, la consolidación del euro como moneda de referencia y los cambios en las regulaciones nacionales europeas en estos mercados (por ejemplo, la desmutualización de la Bolsa de Londres en marzo de este año) han propiciado un intenso proceso de tentativas de concentración de las bolsas europeas. Hasta la fecha, estos proyectos han tenido un éxito desigual.

En el caso de Euronext, las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas han sido pioneras en lo que se podría denominar un modelo federal de concentración, que parece consolidarse. Pero no se trata, en realidad, de una fusión de bolsas, puesto que éstas siguen subsistiendo tras la constitución de Euronext. En cambio, el proyecto iX, que preveía la fusión de las bolsas de Francfort y Londres ha fracasado, lo mismo que la OPA hostil sobre esta última lanzada por el grupo sueco OM. Por otra parte, bolsas importantes, como las de Milán o Madrid, todavía no se han incorporado formalmente a ninguno de estos planteamientos, aunque han mostrado su interés por el asunto.

Un elemento que condiciona la integración de las bolsas españolas en este proceso de fusión europeo es su configuración mutual... Esta situación dificulta, de hecho, la participación de las bolsas españolas en estos procesos de fusión. Sin embargo, está previsto que la Ley de Acompañamiento de los PGE incluya una modificación legal que permita separar la condición de miembro de la de accionista.

Es muy probable que la tendencia a las alianzas entre las bolsas europeas continúe, pero parece prematuro prejuzgar el resultado final. La Bolsa paneuropea es una posibilidad, pero también cabe la búsqueda de acuerdos de interconexión, en lugar de apostar por una alternativa que suponga la integración en una plataforma única.

4. Ya se ha señalado el carácter de motor del actual proceso de transformación que está desempeñando la utilización de nuevas tecnologías en la negociación y distribución de valores.

Desde principios de los noventa, los mercados europeos han ido introduciendo sistemas de negociación electrónicos que permiten mayor transparencia en la formación de precios y menores costes de intermediación para los miembros del mercado. Estos sistemas se han perfeccionado y han permitido la desmaterialización del mercado, permitiendo ampliar los volúmenes negociados a través del acceso remoto de miembros. Pero también han convertido la organiza-

ción de un mercado en un negocio común y permitido la creación de nuevas plataformas de negociación que compiten con las bolsas tradicionales, impulsando el proceso de racionalización de los mercados de acciones europeos.

Por otra parte, internet se ha convertido en un canal de distribución de servicios de intermediación a los inversores minoristas para las empresas de servicios de inversión. La aparición de este canal constituye un poderoso incentivo a la competencia y a la reducción de los costes de las transacciones con valores. El acceso directo y más barato a los mercados por parte del inversor minorista puede contribuir a aumentar la parte de la riqueza financiera invertida en bonos y acciones, pero también exige una adecuada regulación y supervisión que garantice la transparencia y la seguridad para los inversores. Otro efecto novedoso de la prestación de servicios de inversión por vía electrónica es la adopción de estrategias de portal, que permiten a las entidades ofrecer una gama amplia de productos (compraventa de valores, fondos de inversión) y de servicios (asesoramiento, información), algunos de los cuales se subcontratan con otras entidades.

5. Durante 1999 y los primeros meses de 2000, los mercados de renta variable mantuvieron viva la " fiebre tecnológica". Se generalizó la distinción, un tanto artificial y de fronteras difusas, entre los denominados valores de la nueva economía y los demás, incrementándose la ponderación de los primeros en los principales índices bursátiles mundiales, al tiempo que se creaban o potenciaban mercados e índices específicos para la negociación de los valores tecnológicos.

Los valores tecnológicos alcanzaron sus cotizaciones máximas entre marzo y abril, y desde entonces han caído fuertemente, registrando ya pérdidas en el conjunto del año. La publicación por algunas empresas tecnológicas de resultados muy inferiores a los que esperaba el mercado ha contribuido a esta evolución. Además, en Europa los índices se han visto muy afectados por el desembolso que han tenido que afrontar las operadoras de telefonía para la obtención de las licencias UMTS.

Desgraciadamente, no resulta posible predecir la evolución futura de las cotizaciones bursátiles, ni en la vieja ni en la nueva economía. Es indudable que el componente de "exuberancia irracional", de expectativas desorbitadas sobre las tasas a las que pueden crecer los beneficios empresariales en el futuro, tiene una vida efímera y acabará por desaparecer (si es que

no lo ha hecho ya) de las cotizaciones bursátiles. Sin embargo, el componente que responda al efecto de los avances en las tecnologías de la información y de la comunicación sobre la productividad de las empresas debe reflejarse en las cotizaciones de manera duradera. En este sentido, los nuevos mercados desempeñan una función necesaria en los sistemas financieros: facilitar la financiación de las empresas que se especializan en estos sectores.

6. En cuanto a la primera parte de la pregunta, se trata de un desarrollo posible. Con independencia del éxito de los procesos de integración entre bolsas, habrá siempre un “nicho” de actividad en el que los mercados nacionales mantengan una ventaja comparativa.

Respecto a la segunda cuestión, para las empresas, un mercado integrado ofrecerá muchas más posibilidades de colocación de acciones y de acceso al creciente mercado de deuda privada en euros. La fragmentación actual de los mercados europeos se traduce en costes más elevados para las empresas, debido a la complejidad de las operaciones transfronterizas. Estos costes no sólo son innecesarios, sino que podrían incluso contribuir a desplazar el mercado fuera de Europa, especialmente a los Estados Unidos, lo que tendría potenciales consecuencias negativas a largo plazo para la economía europea.

En particular, la integración debería beneficiar, sobre todo, a las pequeñas y medianas empresas (PYME), para las que el impacto relativo del diferencial de costes es mayor. Actualmente, hay una oferta insuficiente de capital riesgo en la Unión Europea, apenas la quinta parte que en Estados Unidos. Incrementar la actividad de capital riesgo en Europa es, precisamente, el objetivo del plan de acción para el capital riesgo elaborado por la Comisión Europea. Asimismo, es indudable que la integración de los mercados financieros en Europa potenciará la actividad del capital riesgo. Las PYME que demuestren que tienen proyectos de inversión innovadores serán, sin duda, las más beneficiadas.

7. La regulación normativa de los organismos de inversión colectiva en los distintos estados miembros de la Unión Europea ha venido mostrando tradicionalmente sensibles diferencias, en especial en lo que se refiere a las obligaciones y a los controles que se imponen a dichas instituciones, lo que ha venido provocando perturbaciones en las condiciones de competencia entre éstas y no ha permitido garantizar de manera suficiente una protección equivalente de los partícipes.

Para evitar estas situaciones, se adoptó una directiva comunitaria, la Directiva 85/611, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM o UCITS, en su denominación inglesa). Las disposiciones normativas de esta directiva se recogieron e incorporaron a nuestro ordenamiento jurídico, a través de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, y su Reglamento, el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, hoy en vigor.

Posteriormente, la Comisión Europea presentó, en 1998, dos propuestas de directiva de modificación de la 85/611 sobre los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). La primera de las propuestas aborda la gama de instrumentos financieros en los que puede invertir la IIC su propio activo, ampliando notablemente las posibilidades de inversión: se podrá invertir en depósitos bancarios, aunque con ciertas restricciones; en participaciones de otras IIC de carácter abierto, sean OICVM armonizados o no, y también podrá invertirse en activos del mercado monetario, ya sean cotizados o no.

Asimismo, se permite constituir OICVM que repliquen índices de mercados financieros. La segunda de las propuestas tiene por objeto armonizar las condiciones de acceso a la actividad y operativa de las sociedades gestoras de IIC y permitir, a cambio, a estas sociedades abrir sucursales en otros estados miembros y prestar servicios de manera transfronteriza, servicios que podrán ir más allá de la mera comercialización de los OICVM.

La adopción de estas dos directivas puede tener implicaciones importantes en el mercado de fondos de inversión y en los mercados de renta fija y variable en España y Europa, en la medida en que la inversión institucional es protagonista indiscutible en el desarrollo de estos mercados. En efecto, el proyecto comunitario de creación de un mercado único europeo de fondos de inversión establece una normativa común en materia de obligaciones y controles de las IIC que favorecerá, por un lado, que el mercado de fondos de inversión sea mucho más competitivo, en la medida en que se eliminarán las perturbaciones derivadas de la localización de las IIC en los países con legislaciones más laxas, y, por otro lado, que los partícipes gocen de un sistema de protección más eficaz y uniforme en todos los estados miembros.

Asimismo, la armonización de las normas en materia de inversión colectiva facilitará a estos organismos la comercialización en el territorio de otro

Estado miembro e influirá de manera importante en la actividad de las entidades gestoras y de los depositarios. Para las primeras, supondrá, por un lado, un cambio en el estilo de gestión que han estado desarrollando hasta el momento, tendiendo, probablemente, a una progresiva integración entre IIC y aumentando, en este caso, la dimensión media de los fondos europeos, que en estos momentos son demasiado pequeños respecto a los americanos. Asimismo, podrá producirse un progresivo acceso a nuevos mercados, debido a que se ampliarán considerablemente las posibilidades de inversión del activo y, por otro lado, se incrementarán las posibilidades de delegación de la gestión en terceros. Para los depositarios supondrá, en la práctica, la posibilidad de usar el recurso de los subcustodios con mayor frecuencia.

La posibilidad de que los fondos de inversión inviertan en participaciones de otras IIC de carácter abierto, sean OICVM armonizados o no, permitirá una mayor diversificación de las carteras y la posibilidad por parte de los inversores de acceder a los mejores productos de otras entidades de inversión colectiva.

Otra implicación importante puede venir por los menores costes de gestión derivados de que se aprovecharán las economías de escala, ya que un fondo podrá agrupar el patrimonio y la gestión de varios fondos subordinados, lo cual debería traducirse en menores comisiones para el partícipe. De este modo, previsiblemente, se evitarán las ineficiencias que supone para las grandes gestoras mantener diferentes carteras, con objetivos de inversión comunes, y facilitará la venta de la gestión por parte de las gestoras a otras entidades más pequeñas o con menores posibilidades de diversificación.

Por último, las IIC que repliquen índices de renta variable o de renta fija permitirán a los inversores participar en la evolución de cualquier mercado a bajo coste.

En general, este conjunto de modificaciones permitirá un mayor abanico de opciones de rentabilidad riesgo para el ahorrador final.

Europa avance con rapidez. La integración de los mercados de capitales europeos es claramente beneficiosa para los inversores y los demandantes de fondos porque reduce o elimina las barreras de acceso a otros mercados nacionales y amplía, por tanto, sus posibilidades de elección. La integración estimula, asimismo, la competencia entre los proveedores de servicios que intervienen en las distintas fases del proceso de compraventa, generando una presión a la baja sobre los costes que soportan los usuarios y mayores incentivos para la innovación financiera. También tiene efectos beneficiosos sobre la economía europea en su conjunto, puesto que facilita la canalización de los recursos financieros hacia los sectores más productivos.

La introducción del euro ha sido muy positiva para la integración de los mercados europeos. Gracias a la eliminación del tipo de cambio, ha aumentado el grado de sustituibilidad de los distintos tipos de instrumentos financieros denominados en las monedas afectadas. Este efecto ha tenido diversa intensidad entre los activos financieros, pero las estrategias inversoras ahora tienen una perspectiva más europea que antes. A su vez, este cambio facilita que las empresas, sobre todo las de mayor tamaño, capten recursos a escala europea. El euro también ha propiciado nuevas oportunidades de negocio para los proveedores de servicios, incluidos los mercados organizados, cuyo aprovechamiento se realizará en un contexto más exigente desde el punto de vista de la competencia.

El progreso inducido por el euro se ha producido, en gran medida, gracias a un esfuerzo armonizador previo de la regulación a través de las directivas de la Unión Europea: pasaporte comunitario de las empresas de servicios inversión y de los bancos, reglas prudenciales, normas mínimas de transparencia de los mercados organizados, información al mercado de los emisores, etcétera. Este esfuerzo era imprescindible para eliminar barreras regulatorias, establecer reglas de juego neutrales para los proveedores de servicios financieros y garantizar niveles de transparencia, protección al inversor y seguridad adecuados.

A pesar de los avances logrados, el mercado europeo aún está fragmentado. Se pueden mencionar diversas razones, como la insuficiente armonización de la regulación, problemas de interpretación de las normas armonizadas, ausencia de mecanismos apropiados para dirimir diferencias en las operaciones transfronterizas, diferencias en las leyes mercantiles y societarias, tratamiento fiscal, diferencias culturales,

PILAR VALIENTE CALVO

Presidenta de la Comisión Nacional
del Mercado de Valores

1. Existen buenas razones para desear que el proceso de integración de los mercados de capitales en

etcétera. Estos problemas generan sobrecostes e incertidumbres que impiden aprovechar todos los beneficios potenciales del proceso de integración a los inversores y las empresas europeas. Asimismo, interfieren en el necesario proceso de reestructuración de la industria europea de valores, retrasándolo y provocando distorsiones.

La Unión Europea ha reconocido la necesidad de acelerar el proceso de integración y tiene actualmente en marcha el Plan de Acción de Servicios Financieros, con el horizonte del año 2005, para alcanzar objetivos prioritarios en este campo. El primer informe del Comité de Sabios, constituido a iniciativa del Ecofin para estudiar los problemas de la integración desde la perspectiva regulatoria, sugiere la conveniencia de adelantar la fecha prevista en algunos objetivos al año 2004, e incluso al 2003. En cualquier caso, parece existir una generalizada convicción sobre la necesidad de actuar de forma decidida y urgente sobre las principales fuentes de fragmentación.

2. La regulación tiene un impacto directo en la configuración de los mercados de capitales. Por una parte, contribuye de forma decisiva a determinar la percepción de los inversores sobre la calidad del mercado en aspectos esenciales, como el grado de transparencia, la integridad de las conductas, la eficiencia y la seguridad. Por otra, genera costes para los emisores y los proveedores de servicios financieros que pueden tener impacto sobre volúmenes, tipos y decisiones de localización de actividad. Para que la integración de los mercados europeos progrese con rapidez, sin distorsiones competitivas y con el máximo aprovechamiento de su potencial por la economía europea, es necesario que la regulación mantenga un equilibrio adecuado entre ambos tipos de impacto. Además, es necesario que sea ágil y flexible, para ajustarse con rapidez a los cambios constantes que se producen en los mercados.

El actual sistema europeo de regulación se basa en los principios de armonización mínima, reconocimiento mutuo y cooperación. Bajo este marco regulatorio, se han logrado avances importantes, pero los desarrollos recientes de los mercados de valores ponen de manifiesto cuestiones que requieren una rápida respuesta y que se resumen, fundamentalmente, en una insuficiente cobertura de las normas armonizadoras, en diferencias interpretativas a la hora de aplicar éstas y en una coordinación insuficiente de las autoridades nacionales de supervisión. También existe una generalizada percepción, recogida por el Comité de Sabios en su primer informe, de que el marco regulatorio europeo no reacciona con la ra-

pidez adecuada ante la velocidad de los cambios que se producen en los mercados.

Entre las áreas que el Comité de Sabios considera que están insuficientemente cubiertas por las normas armonizadoras cabe citar, por su importancia, la regulación de las ofertas públicas de adquisición, la normalización contable en la información económico-financiera de los emisores, las normas de conducta, y la definición y el tratamiento del abuso de mercado. Las normas comunes deben extenderse, también, a las nuevas realidades propiciadas por internet y las tecnologías de la comunicación, como los denominados sistemas de negociación alternativos y, en general, la prestación de servicios de inversión y gestión de activos financieros por vía electrónica. Es, asimismo, imprescindible realizar un esfuerzo para acotar las diferencias en la aplicación de las normas comunes. Así, por ejemplo, es necesario que el principio de reconocimiento mutuo de los folletos proporcione un efectivo pasaporte comunitario para los emisores, que les facilite la captación de recursos a escala comunitaria y garantice una adecuada información a los inversores.

La Unión Europea ya ha asumido la mayoría de estos puntos como objetivos prioritarios dentro del Plan de Acción de Servicios Financieros. Debe destacarse que algunas de las propuestas del Plan descansan en aportaciones previas de los organismos nacionales de supervisión, que desarrollan un esfuerzo de reflexión conjunta y formulación de propuestas en el que participa activamente la CNMV. La eficacia del sistema de supervisión europeo depende crucialmente de que exista una efectiva voluntad de cooperación entre las agencias nacionales.

Los estados miembros y la Comisión Europea deben actuar de manera decidida para desbloquear los asuntos pendientes y solucionar los problemas de aplicación de las directivas y coordinación de los supervisores. Una propuesta es la del Comité de Sabios, que implica un marco regulatorio completamente distinto al actual. En síntesis, el Comité propone sustituir las directivas y la legislación nacional por una regulación comunitaria centralizada. Para agilizar el proceso regulador, el Comité sugiere que la regulación se elabore a dos niveles: en el máximo nivel (Consejo, Parlamento) los principios, y en un nivel técnico (un Comité de Valores, apoyado por un Comité de Reguladores) las normas de aplicación. Esta propuesta mantiene una estructura descentralizada, de base nacional, de la supervisión, aunque solicita su simplificación y un mayor control de su actuación a escala comunitaria.

Las propuestas del Comité de Sabios merecen una reflexión serena y podrían ser matizadas; durante los próximos meses, tendremos ocasión de discutir sobre ellas con argumentos más elaborados. No obstante, conviene señalar que la lentitud del proceso de toma de decisiones en la regulación de los mercados de capitales europeos no surge sólo del procedimiento actual. Existen posiciones divergentes en el fondo de muchos asuntos, y estas divergencias se trasladarían, sin duda, al Comité de Valores que, en la propuesta del Comité de Sabios, estaría integrado por representantes de la Comisión y de los estados miembros. Así pues, con independencia de que se considere la posibilidad de simplificar el actual marco regulatorio, será imprescindible que los estados miembros hagan un esfuerzo para dirimir sus diferencias y adoptar posiciones comunes.

3. El avance tecnológico, que permite la negociación a distancia, y la introducción del euro, por su impacto sobre las operaciones transfronterizas, suponen ahora un serio desafío a los mercados internos. El proceso de integración en los mercados europeos de capitales ha generado una respuesta de la industria de valores para adaptarse a un contexto más competitivo. Los movimientos de fusión o alianza que se producen entre las bolsas de valores forman parte de ese proceso de reestructuración.

Tanto las fusiones entre mercados como la creación de plataformas comunes de negociación son procesos complicados, ya que requieren un acuerdo en aspectos numerosos y de muy variada naturaleza: elección de la tecnología aplicable, normas de contratación, sistema de compensación y liquidación de las operaciones, estructura de la propiedad del nuevo mercado, localización de las sedes, autoridad nacional competente en materia de regulación, etc. La dificultad de alcanzar acuerdos aumenta con el número de participantes por la diversidad de sus características técnicas y de los intereses que se pretende salvaguardar.

Estas dificultades condicionan claramente la posibilidad de establecer una única Bolsa de carácter pan-europeo a medio plazo, y confieren una mayor probabilidad de éxito a las alianzas y fusiones con un número relativamente reducido de participantes, por lo menos en su fase inicial. Un buen ejemplo de ello fue el intento de crear una plataforma común de negociación para los valores de mayor liquidez por parte de ocho grandes bolsas: Londres, Francfort, París, Amsterdam, Bruselas, Zurich, Milán y Madrid. Los primeros contactos se iniciaron en 1998, pero el proyecto perdió vitalidad ante otras iniciativas de alcance

más limitado promovidas por algunos de sus participantes: el fallido proyecto iX (bolsas de Londres y Francfort), el ya consolidado de Euronext (bolsas francesa, holandesa y belga) y el reciente acuerdo de la Bolsa suiza y el mercado inglés Tradepoint. En el área nórdica, las bolsas sueca, danesa, noruega e islandesa han puesto en marcha Norex, una plataforma de negociación común.

Así pues, la tendencia actual apunta hacia un número relativamente reducido de grandes bolsas que competirán entre sí y con los sistemas de negociación alternativos basados en internet. La presión hacia la concentración y hacia una orientación más europea de los servicios de las bolsas seguirá siendo intensa, por lo que cabe esperar nuevos movimientos estratégicos en el futuro.

Las bolsas españolas también están participando en los distintos movimientos que se producen, aunque todavía no han tomado una decisión al respecto. Con independencia de cuál sea ésta, es muy favorable que continúen sus proyectos de ampliar y mejorar sus servicios. Recientemente se han dado pasos importantes en esta dirección, como la creación de Latibex, el mercado en euros para valores iberoamericanos, y del Nuevo Mercado, un segmento del mercado continuo para valores de alto crecimiento. Estas iniciativas añaden valor a las bolsas españolas y las sitúan en mejores condiciones para competir en el escenario europeo.

4. Internet ofrece importantes ventajas para los inversores, por su potencial para reducir costes de información y ejecución de órdenes, y operar en tiempo real. También puede ser un vehículo de gran interés para las empresas, por su potencial para apelar directamente al público en las operaciones de financiación y reducir los costes de colocación. Estas posibilidades hacen previsible un fuerte aumento de la actividad en valores a través de internet y un aumento, también, de la competencia entre los proveedores de servicios financieros, incluidos los proveedores de servicios de negociación.

Por sus características, la red favorece la participación de los pequeños inversores en los mercados de valores, en condiciones que, hasta hace poco, sólo estaban reservadas a los inversores profesionales. Los proveedores de servicios tienen ante sí la posibilidad de explotar nuevas oportunidades, como el corretaje electrónico, el asesoramiento, la comercialización de productos de inversión colectiva o la provisión de servicios de negociación alternativos a los mercados tradicionales. Estos sistemas han tenido un éxito

notable en Estados Unidos, pero en Europa se hallan todavía en una fase incipiente; su implantación dependerá, en gran medida, de la capacidad de reacción de los mercados tradicionales para adaptarse a los cambios tecnológicos y a los nuevos patrones de comportamiento de los inversores, sobre todo en lo que se refiere a las estrategias de diversificación internacional. No en vano, uno de los servicios más atractivos de los nuevos sistemas alternativos es la posibilidad de negociar valores cotizados en distintos mercados nacionales a través de una sola pantalla.

Internet supone un reto para los reguladores y las agencias de supervisión. Sus beneficios potenciales sobre la actividad financiera sólo se alcanzarán plenamente, y serán duraderos, si se garantizan reglas de juego justas y el medio merece la confianza de los participantes.

Desde el punto de vista de la regulación, internet plantea diversas cuestiones, de las cuales destacan especialmente tres. La primera se refiere a la oferta de servicios por entidades no autorizadas y a la persecución de sus proveedores. La cooperación entre los supervisores es esencial para erradicar estas actividades y evitar que internet se convierta en un canal que facilite su difusión. El segundo tema es la necesidad de clarificar las competencias en materia de regulación, supervisión y reclamaciones de los servicios a través de internet en la Unión Europea, donde todavía existen importantes diferencias en el grado de protección al inversor concedido por las distintas regulaciones nacionales. Dado que internet permite que los servicios se ofrezcan a distancia, es necesario establecer un marco internacional más armonizado en la regulación y más eficaz en la acción supervisora. En tercer lugar, el acceso a los servicios proporcionados por las entidades de valores directamente por parte del público en general plantea la necesidad de que los reguladores realcen la importancia de la formación de los ahorradores como una vía de contribuir a la protección de los inversores en un marco de libertad de decisión. Los pequeños ahorradores deben ser conscientes de los riesgos que toman con sus decisiones, especialmente cuando invierten directamente en mercados caracterizados por su volatilidad o donde la presencia de inversores especialistas puede aumentar la incertidumbre de su inversión.

5. La creación de los “nuevos mercados” responde a un doble objetivo. Por una parte se pretende facilitar la creación de empresas en sectores con alto potencial de crecimiento y su financiación a través de los mercados de capitales. Por otra, se pretende establecer un sistema de negociación específico que tenga en

cuenta las características de las compañías admitidas a cotización. Por lo general, las compañías que cotizan en los “nuevos mercados” carecen de historial y desarrollan su actividad en sectores relativamente novedosos. Su valoración está sujeta a dosis de incertidumbre muy elevadas y, una vez incorporadas a los listados de cotización, sus precios presentan una volatilidad considerablemente más alta, en promedio, que los sectores tradicionales.

Tras un crecimiento espectacular de los precios durante 1999 y los primeros meses del año 2000, los “nuevos mercados” están atravesando por una situación claramente bajista tanto en Europa como en Estados Unidos. Los inversores están corrigiendo, probablemente, unas valoraciones demasiado optimistas que, por otra parte, no eran privativas de las empresas de la “nueva economía”, sino que también afectaban a empresas cotizadas en los mercados tradicionales. Además, hay que tener en cuenta que, tal y como apuntan los indicadores de coyuntura, se está produciendo una cierta desaceleración del crecimiento económico general y que, en este contexto, se están revisando las previsiones formuladas por las empresas.

La situación actual de los “nuevos mercados” refleja un movimiento de racionalización que, aunque puede causar desasosiego a corto plazo, hará a los inversores más conscientes de las características de este sector bursátil. A medio y largo plazo, el futuro de estos mercados depende de la disposición de los inversores a diversificar sus carteras e incluir en ellas una proporción suficiente de activos de riesgo. En este sentido, sus perspectivas son positivas en Europa y en España, donde se ha experimentado un notable avance de la renta variable. El actual proceso de corrección de las cotizaciones puede ayudar a que estos mercados maduren y permitir que en el futuro sigan facilitando la financiación de nuevos proyectos empresariales.

6. Los blue chips –es decir, los valores emitidos por las grandes empresas– son los que concentran en mayor medida la atención de los inversores en el nuevo escenario europeo. Una razón de ello es el elevado peso de los inversores institucionales en la inversión pan-europea. Estos inversores realizan operaciones de gran volumen con una frecuencia elevada, por lo que necesitan disponer de valores que cuenten con una liquidez adecuada. No es, pues, extraño que los índices pan-europeos estén integrados, principalmente, por este tipo de valores, ni que las alianzas entre bolsas ya consolidadas (Euronext y Norex, principalmente) les hayan dedicado una atención preferente.

Así pues, es probable que los valores emitidos por empresas de tamaño medio sigan negociándose en un entorno doméstico. Sin embargo, no debe inferirse necesariamente de ello que la situación de estos valores vaya a empeorar. Por el contrario, cabe esperar que las empresas medianas cotizadas en las bolsas se beneficien también del crecimiento general de los flujos de financiación inducidos por el proceso de integración europeo y por la consolidación de una predisposición más favorable al riesgo por parte de los inversores.

En cuanto a las posibilidades de financiación de las empresas españolas en los mercados internacionales, conviene recordar que durante los dos últimos años algunas grandes empresas han realizado operaciones de volumen muy elevado, sobre todo en el ámbito de la renta variable (ampliaciones de capital y salidas a Bolsa). Algunas de estas operaciones se han situado entre las de mayor cuantía en Europa.

Para que las empresas españolas, y en general las europeas, puedan aprovechar mejor las oportunidades de financiación que ofrece el nuevo marco europeo sería conveniente, como ya se ha indicado, avanzar en algunos aspectos de la regulación insuficientemente armonizados, como el reconocimiento mutuo de folletos o las normas contables.

7. La creación del mercado único de fondos de inversión debe facilitar una política de inversiones más global y diversificada, con un menor coste de acceso a los valores internacionales. Se trata, por lo tanto, de un proceso que estimularía la competencia entre las gestoras y beneficiaría claramente a los inversores.

Desde el punto de vista de la regulación, el mercado único exigirá una efectiva cooperación entre las agencias de supervisión para garantizar la protección de los inversores. La distribución comercial de productos a través de internet debe merecer una atención especial. Asimismo, sería deseable que se avanzase en la armonización del tratamiento fiscal de los productos de inversión colectiva, que tiene una gran incidencia en las decisiones de los inversores y constituye una fuente potencial de distorsión de la competencia.

ANTONIO J. ZOIDO

Presidente de la Bolsa de Madrid

1. En los últimos diez años los mercados de capitales europeos, y en particular las Bolsas, se han de-

sarrollado con gran rapidez. En el principio de la década de los noventa los mercados de deuda tuvieron la primacía, pero las reducciones de los déficit de los estados europeos, y el consiguiente descenso de los tipos de interés, impulsó extraordinariamente los mercados de acciones, que se habían adaptado muy bien a las necesidades del teleproceso y han creado sistemas ágiles de liquidación.

Gracias a esta situación, las transacciones internacionales adquirieron una enorme importancia, fundamentalmente a través de inversores institucionales. Esta circunstancia ha integrado más de lo que se piensa los mercados europeos.

2. Hay tres o cuatro niveles de armonización: la contratación, la liquidación y transmisión de la propiedad de las acciones, las normas de los mercados y los sistemas fiscales y de Código de Comercio. Algunas se pueden conseguir de una manera más sencilla que las que suponen cambios más profundos. El informe de los sabios (Informe Lamfalussy), cuya primera redacción ya ha sido presentada, insiste mucho en los procedimientos legislativos que ahorren tiempo.

3. Parece inevitable una concentración de bolsas en Europa, aunque no tiene por qué ser una sola Bolsa.

4. Internet es un gran apoyo para mejorar la productividad de los servicios y, por tanto, también para mejorar los costes de los servicios de inversión. Los sistemas de contratación, liquidación e información que estén adaptados a las tecnologías de la teleinformática se benefician del desarrollo de internet. Sólo corren riesgo de que internet sea una competencia aquellos sistemas que no estén ya informatizados.

5. Las empresas innovadoras son las que introducen el progreso tecnológico en la vida diaria y hacen avanzar la economía y el bienestar. La misión de los llamados "nuevos mercados" es facilitar financiación a esas empresas cuando lo necesitan para su desarrollo, que, por el bien de todos, debe ser lo más rápido posible. El fallo en los pronósticos sobre algunas de esas empresas es consustancial con su naturaleza, pero eso no quiere decir que vaya a detenerse esta actividad, ni tampoco que muchas de las inversiones en estas empresas hayan sido y sean extraordinariamente rentables.

6. Es prematuro decir de qué manera se integrarán las bolsas, pero es más que probable que, de una u

otra manera, todos los valores, no sólo los *blue-chips* acaben cotizándose de manera integrada.

Las empresas españolas están financiándose en los mercados con gran eficacia. No veo por qué no va a continuar siendo así.

7. Un mercado único de fondos de inversión es una ventaja para los costes del sector y para los inversores, que se beneficiarán de una mayor competencia efectiva entre fondos de mayor dimensión.

JOAN HORTALÁ I ARAU

Presidente de la Sociedad Rectora
de la Bolsa de Barcelona, S.A.

1. Si bien la tendencia hacia la integración de los mercados parece tener un carácter irreversible, el proceso para su consecución es complejo. Esta complejidad se ha puesto de manifiesto en la aparición de proyectos alternativos (Alianza Europea, Euronext, iX-International Exchanges, etc.) que, a la luz de los acontecimientos posteriores, permitirían afirmar que, en la construcción de un mercado bursátil europeo, queda un largo camino por recorrer.

2. Como ya se ha indicado, la constitución de un mercado de capitales europeo es un proceso complejo no sólo por la inexistencia de un marco legal que atribuya poderes constituyentes a nivel de cada Estado, y por las rivalidades y protagonismos entre los propios mercados actuales, sino también por las diferencias en las estructuras de negociación, liquidación, supervisión y organización de cada uno de ellos. En este contexto, la exportación a Europa, con las adaptaciones necesarias, de una solución de interconexión como la de las bolsas españolas ayudaría a suavizar esas dificultades, sin perjuicio de que se procediera a la armonización de aspectos básicos, como es el del denominado modelo de mercado (normas de contratación) que, por otra parte, está prácticamente ya finalizado e implantado en los países firmantes de la Alianza Europea de Bolsas.

3. De hecho, en mayo de 1999 ya se firmó, entre las bolsas de ocho países (Holanda, Bélgica, Gran Bretaña, España, Alemania, Italia, Suiza y Francia) un acuerdo, denominado de la Alianza Europea, para la creación de un mercado de valores paneuropeo, si bien con posterioridad han surgido plataformas alternativas. En este contexto, a medio plazo, resulta más plausible el establecimiento de plataformas/bolsas su-

pranacionales que la creación de una Bolsa común en el sentido convencional del término.

4. El acercamiento de los inversores a la información bursátil y la mayor facilidad de acceso a la operatoria de los mercados que permite internet debe ser evaluado positivamente y constituye una de las bases de crecimiento del mercado bursátil español, como lo ha venido siendo en EE.UU. y, más recientemente, en Europa. Los mercados de valores europeos se están adecuando a la creciente negociación a través de internet, tanto desde el punto de vista tecnológico como desde el de la ampliación de los horarios de contratación.

5. Tras una fase de cierta sobrevaloración, debida fundamentalmente a una oferta relativamente estrecha en relación con una elevada demanda, presionada, además, por tratarse de un sector de moda, se está produciendo un proceso de ajuste y de limpieza; en definitiva, de separar el grano de la paja. En este sentido, y en la medida en que hay una demanda probada e importante de productos tecnológicos, las empresas eficientes continuarán teniendo una elevada expectativa de beneficios y, en consecuencia, de cotizaciones al alza.

6. En los mercados electrónicos, como por ejemplo el español, las bolsas se configuran como puertas de acceso al mercado global y centros de servicios financieros para sus miembros: los inversores y los emisores. En la perspectiva de una integración bursátil para los principales valores europeos (*blue chips*) las bolsas, con independencia de su tamaño, jugarían un papel similar, residiendo además en ellas, la contratación de los valores no integrados en el mercado global y los de nuevas compañías que acuden al mercado de capitales en busca de financiación. Por su parte, las grandes compañías españolas integradas en el futuro mercado global verían aumentadas sus posibilidades de financiación al acceder a un mercado de capitales más amplio, ya sea de carácter europeo o internacional.

7. Los distintos proyectos de mercado único europeo a los que antes se ha hecho referencia contemplan la negociación en éste de los valores de mayor capitalización de los países que lo integran, los denominados *blue chips*. En ese nuevo marco de actuación, las instituciones de inversión colectiva, y en concreto los fondos de inversión, canalizadores de buena parte del ahorro de los particulares, verían favorecidas sus posibilidades de inversión y diversificación, al disponer de un mercado más amplio y profundo como el que previsiblemente se configurará en torno a los *blue chips* europeos.

JOSÉ LUIS MARCAIDA ONAINDÍA

Presidente de la Sociedad Rectora
de la Bolsa de Bilbao

1. La situación actual de los mercados de capitales europeos está pendiente de una orientación clara y nítida; se ha pasado de un primer modelo de interconexión europeo al fallido proyecto de fusión de Londres y Francfort, estando en medio la creación de Euronext, cuyo eje principal es la Bolsa de París.

La fallida OPA hostil de OM sobre la Bolsa de Londres ha supuesto una reflexión sobre la conveniencia o no de los procesos de integración, los cuales, para prosperar, deben conllevar ventajas para los usuarios, tanto técnicas como económicas, huyendo de la formación de grandes corporaciones que no comporten beneficios tangibles para los mercados.

2. Las principales dificultades radican en la existencia de una normativa heterogénea y de culturas financieras distintas. Las vías más adecuadas para la armonización son la homogeneización de las normas de contratación (cuestión en la que ha habido avances sustanciales) y la adecuación de los sistemas de compensación y liquidación a las exigencias de una negociación intraeuropea.

3. La respuesta más adecuada es la de una interconexión bursátil que cumpliese los dos objetivos básicos que demanda el mercado europeo, esto es, la posibilidad de negociar los valores europeos sin barrera alguna y la existencia de bolsas que compitan entre sí en beneficio de la competitividad del sistema, evitando la creación de oligopolios de contratación y el riesgo de la creación de un mercado cautivo.

4. Internet cumple un factor básico en la competencia de los mercados y sirve de *carrier* para la transmisión de difusión de la información, e incluso de la propia negociación bursátil. Ahora bien, el desarrollo de mercados de internet no se puede vislumbrar sin la existencia de las bolsas, cuyas normas facilitan la liquidez de los valores y la formación de precios de forma transparente y segura.

5. Los nuevos mercados de valores han cumplido una función básica, que ha sido la de facilitar medios de capitalización a las empresas tecnológicas e innovadoras. Además, han servido para incorporar a los mercados financieros a inversores especializados en esta clase de empresas.

La perspectiva futura es positiva, puesto que han

logrado consolidarse y cumplen, para compañías con proyectos de futuro y necesidades de financiación, el camino idóneo para captar el capital que demanda las necesidades de inversión de ese determinado segmento de empresas.

6. Las empresas españolas ya tienen una fuerte experiencia en la obtención de financiación a través de los mercados internacionales. Lógicamente este medio de financiación se vería significativamente implementado con la existencia de un gran mercado europeo en el que se eliminases todas las barreras de negociación. Ahora bien, ese gran mercado europeo no debería suponer la existencia de una o dos macro-bolsas, sino la interconexión ágil, dinámica y competitiva entre las distintas bolsas.

7. Los fondos de inversión obtendrían un mayor dimensionamiento y, por lo tanto, una mayor eficiencia, e incluso una posible rentabilidad superior a la actual, su presencia a nivel global se fortalecería y competirían con los actuales macrofondos americanos, lo que redundaría en beneficio de la propia economía europea.

ÁNGEL TORRE GONZÁLEZ

Presidente de la Sociedad Rectora
de la Bolsa de Valencia

1. La introducción del euro el 1 de enero de 1999 fue posible, junto a otras razones que trascienden la economía, porque para entonces las naciones europeas ya compartían en buena medida significativos espacios propios económicos y financieros. Así pues, no ya hoy en día, sino desde hace unos años, los países comunitarios presentaban múltiples convergencias (más allá de las oficialmente requeridas) que abrían paso a, y aun exigían, la asunción e incorporación de una moneda común.

A su vez, la implantación del euro ha traído consigo una acentuación de la integración financiera en el escenario europeo (en verdad, al tiempo que consecuencia, la divisa europea, la previsión de su creación a fecha fija, constituía factor espoleador de la interrelación económico-financiera que antes señalamos). Los tipos de interés se determinan merced a un proceso común, los riesgos cambiarios desaparecen en las transacciones transfronterizas, los intermediarios operan con pasaporte comunitario, los capitales se mueven con libertad de unos a otros países...; el reforzamiento del

mercado de capitales paneuropeo se beneficia también, por supuesto, de movimientos en el sector real (particularmente, fusiones y OPA transnacionales entre grandes compañías).

Cierto, evidentemente, que el proceso de construcción del espacio financiero único europeo aún está abierto, y lo seguirá estando en los años que vienen. El Plan de Acción sobre Servicios Financieros de la Comisión Europea pretende ser, y así es reconocido, el instrumento formal cuyo desarrollo y ejecución ha de permitir alcanzar hacia 2005 un mercado europeo integrado de servicios financieros, aunque el Comité de Sabios propone una mayor celeridad.

2. Como en la respuesta a la cuestión anterior, pero quizás ahora desde una perspectiva más directa, cabe decir que los mercados de valores en Europa ofrecen, o funcionan con, un apreciable grado de homogeneización y correlación, aunque aún se tienen que registrar muy significativos avances en la armonización de los diferentes entramados normativos nacionales.

Las diferentes materias armonizables de los mercados que se mencionan (negociación, liquidación etcétera) han llegado, digamos, por la vía de hecho, a presentar algunas características y funcionalidades comunes en los diversos países europeos (sistemas de contratación próximos o aproximables, creación y operatividad de FESCO, tendencia a la desmutualización de las bolsas...).

Desde el lado regulatorio, han sido múltiples las directivas aprobadas que se ocupan, siquiera en alguna forma y medida, de esos aspectos de los mercados de valores: la Directiva de Servicios de Inversión, las de Folletos de Admisión, la de OPA y otras.

Mirando hacia el futuro, un acercamiento mayor se ha de lograr en los principios, normas y prácticas de los mercados. Se debe insistir en la consecución de un Comité de Valores que agilice la implementación de la normativa comunitaria, ha de lograrse un modelo de contratación común más acabado, se tiene que conseguir un más alto grado de homologación entre los diferentes sistemas de liquidación y ha de avanzarse, asimismo, en otras diferentes direcciones conducentes a la mejor armonización de los mercados de valores europeos.

Las dificultades a salvar en esa progresión hacia la armonización financiera comunitaria son múltiples y de diversa naturaleza (diferencias normativas no sólo estrictamente financiera, sino también societaria y fiscal, factores económicos en sentido amplio, polí-

ticos e incluso culturales), pero la fuerza de la corriente europeísta irá imponiéndose con el tiempo, antes o después.

3. De acuerdo con lo que llevamos dicho, la integración financiera en Europa es posible, es deseable y, de hecho, en esa dirección se continúa avanzando. Apuntamos ahora, adicionalmente, que, por descontado, tal y como pretenden las autoridades comunitarias y nacionales y el conjunto de los agentes de los mercados, tal "globalización" de alcance europeo ha de llevarse a cabo de manera que se preserven los principios y condiciones de la libre competencia; entiendo que, en relación con la cuestión que ahora abordamos, esto ha de ser singularmente tenido en cuenta.

Sentado lo anterior, creemos posible y conveniente o necesario, que las bolsas europeas caminen hacia la integración. Otra cosa es cuál deba o vaya a ser, y con qué calendario, el modelo finalmente diseñado y elegido, que, en todo caso, repitamos, debe observar las referencias fundamentales de los mercados competitivos y, añadamos ahora, ha de considerar y respetar necesariamente el papel que, sin duda alguna, a las bolsas regionales toca desempeñar en el nuevo marco bursátil europeo que se persigue.

4. En primer lugar, pudiera ser conveniente recordar que los mercados bursátiles ya dieron un primer y decisivo paso con soporte tecnológico cuando, hace ya más de una década, se diseñaron e implantaron las plataformas electrónicas de contratación. Éstas, en efecto, supusieron para los mercados acceder, entre otras, a unas condiciones de integración, transparencia, liquidez y profundidad que casi cabría calificar, frente a las situaciones precedentes, de revolucionarias.

Internet, fenómeno tecnológico de primera magnitud, se conviene en que ha de proyectar su poderosa influencia sobre los diferentes órdenes de la vida y, desde luego, en el terreno bursátil se espera, ya se está en ello, que las repercusiones sean de gran calado.

Como red universal de comunicaciones que es, internet facilita que los usuarios de los servicios financieros dirijan sus órdenes bursátiles (aunque, obviamente, no sólo órdenes viajarán por internet en el mundo bursátil) hacia los mercados que prefieran y a través de los *brokers* más competitivos, los cuales, por su parte, accederán a tales mercados en función de la articulación que finalmente adopten las plataformas de contratación. El espacio físico-electrónico, sí, deja paso al de carácter más virtual, reforzándose la integración de los mercados y, no se olvide, al tiempo ha de redundar en mayores grados de competencia.

5. Si el buen método siempre exige no contaminar indebidamente el análisis de la globalidad de un fenómeno con aspectos parciales o coyunturales de éste, en el caso de los nuevos mercados esto es particularmente aplicable en el momento presente. En la medida en que este tipo de mercados acogen empresas que operan en las actividades económicas del futuro, han de consolidarse y continuar desarrollándose, por mucho que compañías determinadas, y en ciertas coyunturas, puedan ser expulsadas de estos sectores económicos que, según apuntábamos, pueden estar contribuyendo de manera decisiva en la construcción de los modelos económicos del nuevo siglo y milenio (el NASDAQ, con muchos más años de vida que sus homólogos europeos, sigue facilitando la financiación de empresas situadas en la vanguardia tecnológica y económica).

Otra cosa es que el avance y progresiva generalización de la nueva economía pudiera llevar (en términos de posibilidad en el horizonte temporal que se precisara) a que cada vez pese más en las empresas su dimensión tecnológica y a que, en consecuencia, nuevo mercado, con la clase de valores que hoy se negocian en él, y mercado general tiendan, en cierto modo y medida, a confundirse.

6. No se olvide que los valores más importantes también se pueden negociar en las bolsas de menor tamaño (como es el caso español, por ejemplo, donde, como se sabe, las bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia operan, a través del SIBE, con los mismos valores que la de Madrid), aparte de que esas bolsas pequeñas cuentan con funciones adicionales de interés a desempeñar. Por otro lado, los valores de segunda línea deben ser debidamente considerados y, en su caso, incorporados, en tiempo y forma, a los circuitos integrados de la negociación bursátil europea.

La introducción del euro (con todas las implicaciones que conlleva), además de esa futura creación de un sistema común de contratación bursátil europeo, abre para las empresas españolas posibilidades mayores de recurrir a la financiación en otros mercados.

7. La inversión colectiva tiene un peso más que considerable en los mercados de valores europeos, lo que constituye una razón fundamental, que no la única, para que en la consecución del mercado único europeo de valores se le preste una particular atención.

Mayores dosis de integración, liberalización, competencia y transparencia en estas tan importantes instituciones canalizadoras del ahorro hacia los mercados financieros no puede sino significar mayores

beneficios para los inversores y para los mercados en su conjunto.

En fin, podrían cerrarse estas opiniones y comentarios señalando o recordando que, por lo que a los "deberes" del mercado español se refiere en punto al logro de su adecuada posición en el nuevo contexto bursátil europeo, éstos se vienen haciendo razonablemente bien en el tiempo y en la forma. Así, nuestra plataforma de contratación electrónica (el SIBE) está en proceso de modernización y adaptación a las nuevas circunstancias, al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores le ocurre otro tanto, la Comisión Nacional del Mercado de Valores participa activamente (en particular, a través de FESCO) en las tareas de la armonización, el pasado mes de abril arrancó el nuevo mercado español (en diciembre del pasado año lo hizo LATIBEX), próximamente se modificará la Ley del Mercado de Valores al objeto de dar cabida jurídica a la eventual o previsible desmutualización de las bolsas españolas, las instituciones de inversión colectiva contarán pronto con un nuevo Reglamento...

EMILIO ONTIVEROS

Consejero delegado de Analistas Financieros Internacionales

1. La transición a la fase final de la Unión Monetaria ha supuesto un factor de aceleración de la dinámica de integración de todos los mercados, aunque de forma desigual. Más allá de la evidente en los mercados monetarios, han sido los mercados de bonos los que han registrado un mayor grado de integración, paralelo a un significativo aumento en el volumen de emisiones, particularmente por emisores privados. En los de renta variable, el proceso está siendo más discontinuo. En general, puede afirmarse que el conjunto de los mercados de renta variable se encuentran actualmente muy integrados por lo que se refiere a las relaciones entre sus cotizaciones e índices, que tienden cada vez más a someterse a influencias comunes a todos ellos, pero falta mucho por avanzar en lo que se refiere al proceso de órdenes de un mercado desde otro, así como de una compensación y liquidación comunes.

2. La armonización de la regulación de los mercados de valores europeos tiene las dificultades propias de la necesidad de tener en cuenta los puntos de vista e intereses de los diferentes países miembros de la UE en esta materia, teniendo muy presente

que su desarrollo en este ámbito tiende a ser desigual y que los mercados compiten entre sí, con los consiguientes recelos por parte de los países más pequeños o menos avanzados. La solución pasa por simplificar los procedimientos de elaboración de la regulación, así como por unificar la supervisión financiera, bien creando una agencia especializada de ámbito europeo, bien asignando tareas supervisoras al BCE.

3. El fracaso de iX, al tiempo que muestra las dificultades de conseguir una Bolsa paneuropea, señala que éste es el único camino posible. Los miembros de los mercados se beneficiarían de una estructura común, los emisores tendrían mercados más amplios para proveerse de fondos y los inversores también se verían beneficiados por unos mercados más líquidos. Sin embargo, la disparidad de sistemas actuales y los problemas políticos subyacentes hacen más factible a medio plazo que se desarrolle una plataforma común de negociación, compensación y liquidación, más que una fusión propiamente dicha de las bolsas existentes.

4. Las tecnologías en el entorno de internet, efectivamente, van a seguir condicionando de forma significativa las transformaciones operativas en los mercados de capitales, en particular de los de renta variable. De forma cada día más explícita, se irá asentando como una alternativa eficaz y eficiente frente a los mercados de valores tradicionales, y puede ser un motivo más para que éstos se unan. No obstante, antes de que esto sea real, tienen que resolverse algunos temas importantes de seguridad y, sobre todo, de supervisión. Hasta que esto no suceda, internet servirá más de mecanismo de transmisión de órdenes y obtención de información que de negociación propiamente dicha.

5. Los nuevos mercados de valores deben contribuir positivamente a la financiación de las empresas basadas en las nuevas tecnologías y, en general, a la financiación del capital riesgo. Cuestión distinta es que las dificultades de valoración de dichas empresas, así como los distintos factores de incertidumbre que incorporan, se están materializando actualmente en caídas importantes que, en buena medida, no hacen sino corregir excesos anteriores: purgar esa exuberancia irracional que el profesor Robert Shiller sugirió a Allan Greenspan. Vivimos una fase de transición, que probablemente no será la única, a realidades nuevas, que incorpora factores nuevos a tener presentes en los propios modelos de valoración de empresas.

6. Efectivamente, nada impide que, junto a unos mercados de valores integrados a escala europea, subsistan otros más orientados a negociar empresas

regionales o locales, además de poder servir de acceso para determinados inversores a los mercados integrados, una situación que es la que viene a reflejar, en cierto modo, el mercado continuo español actual. Con los mercados integrados a un nivel europeo, las posibilidades de financiación de las empresas españolas se amplían, por lo que deben mejorar, especialmente para aquellas de suficiente tamaño y calidad crediticia.

7. El mercado único europeo de fondos ya existe, aunque, efectivamente, no ha tenido mucha virtualidad hasta la fecha. De lo que se trata ahora es de ampliarlo, sobre todo desde la perspectiva de otorgar el reconocimiento mutuo a la gestoras, y por tanto también a los distintos productos que éstas ofrecen. En este sentido, podemos hablar de dos grandes efectos: una mayor competencia en la industria de fondos y, en general, en todos los servicios financieros, por un lado, y una presión más intensa para unificar los mercados de valores europeos, por otro.

JUAN CARLOS URETA

Presidente de Renta 4 SVB., S.A.

1. Se han hecho grandes esfuerzos, como la creación de Euronext o la fallida integración de las bolsas de Londres y Francfort en iX, pero creo que aún queda mucho camino por recorrer. En mi opinión hay que abordar simultáneamente los procesos de contratación y de liquidación si se quieren dar pasos efectivos en la integración de mercados.

2. La armonización regulatoria es un tema técnicamente complejo, pero el problema esencial no es de tipo técnico, sino político. Si hay voluntad política de armonización, los problemas técnicos se pueden resolver. En este sentido, la creación del llamado Comité de Sabios ha sido un primer indicio de que existe esa voluntad política.

3. No sólo lo creo posible, sino que además es necesario, y por tanto va a ocurrir, más pronto o más tarde, porque la moneda única conduce hacia esa realidad. Los proyectos y acuerdos parciales que ha habido hasta ahora han permitido muchos avances técnicos que, precisamente, sientan las bases prácticas de esa futura Bolsa paneuropea.

4. A mi juicio, internet va a suponer un fenómeno de gran cambio en los mercados de valores y en los

servicios de inversión, y una de las direcciones de ese cambio es el incremento de la competencia, a todos los niveles.

5. Creo que se ha pasado de una exageración (la euforia) a otra exageración (la infravaloración). Con el tiempo, las aguas volverán a su cauce y los nuevos mercados recobrarán su sitio, que debe ser un sitio importante, dado que gran parte de lo que pase en la economía mundial en los próximos años pasará precisamente a través de las nuevas tecnologías.

6. Lo normal es que la Bolsa paneuropea sea una Bolsa para los grandes valores, y que coexista con las

bolsas locales de cada país, en las que se financien las empresas de tipo medio. Dentro de las empresas españolas hay algunas que ya se están financiando con éxito en los mercados internacionales, y cada vez habrá más que lo consigan. Pero, para los que no logren esa dimensión, debe haber una Bolsa local que les permita finanziarse.

7. Es algo parecido a la Bolsa, es decir, es un fenómeno inevitable al ser consecuencia de la moneda única. El efecto de una apertura a un mercado más amplio es doble: más mercado, pero también más competencia. En principio, creo que ir a mercados más amplios es bueno.

COLABORADORES

CASTILLA, Manuel. Profesor en la Universidad de Granada, por cuya Facultad de Derecho se licenció en el año 1994. Recibió el Doctorado en Derecho Mercantil en la Universidad de Bolonia en 1997. Es Master en Derecho (LL.M.) por la Universidad de Chicago (1999), adonde acudió con los beneficios de una beca Fulbright.

DE VERA SANTANA, Francisco L. Es licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Complutense de Madrid, master of Business Administration por Columbia University de Nueva York y PADE por el IESE. Miembro del Cuerpo de Administradores Civiles del Estado en excedencia, ha ocupado puestos directivos en la Administración y la empresa pública. Ha sido miembro del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En su labor como consultor, ha asesorado a las repúblicas de Nicaragua y Guatemala en las reformas de sus mercados de capitales. Autor de numerosos trabajos sobre economía financiera y mercados de valores. Colabora habitualmente como columnista en *Cinco Días*.

GARCÍA SANTOS, Nieves. Es directora general de estudios de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Ha sido directora general y consejera de InterMoney, S.A., economista-jefe de JPMorgan España y responsable del Servicio de Análisis Económico de Asesores Bursátiles, S.A. Inicialmente, trabajó como economista contratado en el Servicio de Estudios del Banco de España, asig-

nado a la Oficina de Operaciones. Ha impartido docencia en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, de donde es profesora titular de Política Económica desde 1988 (estando desde 1995 en situación de Servicios Especiales), en la Universidad Pontificia de Comillas (ICADE) y en el Instituto de Empresa de Madrid. Tiene diversas publicaciones sobre temas coyunturales, monetarios y financieros en revistas especializadas y contribuciones en libros. También publica regularmente en periódicos económicos.

SCOTT-QUINN, Brian. Catedrático de Finanzas en la University of Reading, Reino Unido. Director del prestigioso centro de estudios ISMA de la citada Universidad. Asesor de la Bolsa de Londres desde 1988. Pertenece al consejo consultivo de Tradepoint, una plataforma de negociación de valores del Reino Unido. Ha ocupado diversos cargos ejecutivos en diferentes empresas de servicios financieros. Sus principales libros y publicaciones versan sobre la banca de inversiones y los mercados de Eurobonos y Eurodivisas.

WALMSLEY, Julian. Licenciado por la Universidad de Cambridge. Ha desempeñado varios cargos ejecutivos en los departamentos de inversión de entidades como Barclays Bank, NationsBank o Mitsubishi Finance International. En la actualidad, es profesor del ISMA Center for Securities Research en la Universidad de Reading y director gerente del grupo de consultoría Askeaton Associates Ltd.

CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO. Alicante.
CAJA DE AHORROS DE ÁVILA. Ávila.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA GENERAL DE AHORROS DE BADAJOZ. Badajoz.
CAIXA D'ESTALVIS DE CATALUNYA. Barcelona.
CAIXA D'ESTALVIS I PENSIONS DE BARCELONA (LA CAIXA). Barcelona.
BILBAO BIZKAIA KUTXA. Bilbao.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DEL CÍRCULO CATÓLICO DE OBREROS DE BURGOS. Burgos.
CAJA DE AHORROS MUNICIPAL DE BURGOS. Burgos.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA. Cáceres.
CAJA DE AHORROS Y PRÉSTAMOS DE CARLET. Carlet (Valencia).
CAJA DE AHORROS DE VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE (BANCAJA). Castellón.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE CÓRDOBA (CAJASUR). Córdoba.
CAJA DE AHORROS DE CASTILLA-LA MANCHA. Cuenca.
CAIXA D'ESTALVIS DE GIRONA. Girona.
CAJA GENERAL DE AHORROS DE GRANADA. Granada.
CAJA DE AHORRO PROVINCIAL DE GUADALAJARA. Guadalajara.
CAJA PROVINCIAL DE AHORROS DE JAÉN. Jaén.
CAJA DE AHORROS DE GALICIA. La Coruña.
CAJA INSULAR DE AHORROS DE CANARIAS. Las Palmas de Gran Canaria.
CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES, CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD. León.
CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA. Logroño.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID. Madrid.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE RONDA, CÁDIZ, ALMERÍA, MÁLAGA Y ANTEQUERA (UNICAJA). Málaga.
CAIXA D'ESTALVIS COMARCAL DE MANLLEU. Manlleu (Barcelona).
CAIXA D'ESTALVIS DE MANRESA. Manresa (Barcelona).
CAIXA D'ESTALVIS LAYETANA. Mataró (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE MURCIA. Murcia.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ONTINYENT. Ontinyent (Valencia).
CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS (CAJASTUR). Oviedo.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE LAS BALEARES (SA NOSTRA). Palma de Mallorca.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE NAVARRA. Pamplona.
CAJA DE AHORROS DE POLLENÇA. Pollença (Baleares).
CAIXA D'ESTALVIS DE SABADELL. Sabadell (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA (CAJA DUERO). Salamanca.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE GIPÚZKOA Y SAN SEBASTIÁN. San Sebastián.
CAJA GENERAL DE AHORROS DE CANARIAS. Santa Cruz de Tenerife.
CAJA DE AHORROS DE SANTANDER Y CANTABRIA. Santander.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA. Segovia.
CAJA DE AHORROS SAN FERNANDO DE SEVILLA Y JEREZ. Sevilla.
MONTE DE PIEDAD Y CAJA DE AHORROS DE HUELVA Y SEVILLA. Sevilla.
CAIXA D'ESTALVIS DE TARRAGONA. Tarragona.
CAIXA D'ESTALVIS DE TERRASSA. Terrasa (Barcelona).
CAJA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE E PONTEVEDRA (CAIXANOVA). Vigo (Pontevedra).
CAIXA D'ESTALVIS DEL PENEDÈS. Vilafranca del Penedès (Barcelona).
CAJA DE AHORROS DE VITORIA Y ÁLAVA. Vitoria.
CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA, ARAGÓN Y LA RIOJA (IBERCAJA). Zaragoza.
CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA DE ARAGÓN. Zaragoza.

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

Últimos números publicados:

N.º 84-85. El futuro de la intermediación financiera

N.º 86. Capital humano y bienestar económico

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Últimos números publicados:

N.º 68. El FMI ante el siglo XXI

N.º 69. Globalización: problemas económicos y financieros

ECONOMÍA DE LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Últimos números publicados:

N.º 18. Madrid

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

Últimos números publicados:

N.º 158. ¿Qué pasa con el ahorro?

N.º 159. Presupuesto 2001: déficit cero

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

Último libro publicado:

Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias,

de José Manuel González-Páramo y Nuria Badenes Plá

EN INTERNET: <http://www.funcas.ceca.es/>



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

Juan Hurtado de Mendoza, 19. 28036 Madrid. Tfno. 913504400
suscrip@funcas.ceca.es

AÑO 2000

Deseo suscribirme a:	Pts.	Euros
<input type="checkbox"/> <i>Papeles de Economía Española</i>	8.800	52,88
Números sueltos	2.800	16,82
<input type="checkbox"/> <i>Perspectivas del Sistema Financiero</i>	7.500	45,07
Números sueltos	2.700	16,22
<input type="checkbox"/> <i>Cuadernos de Información Económica</i>	10.500	63,10
Números sueltos	2.000	12,02
<input type="checkbox"/> Los impuestos y las decisiones de ahorro e inversión de las familias (un ejemplar)	1.700	10,21
Economía y Economistas Españoles	<input type="checkbox"/> 8 tomos	33.040 198,57 (más gastos de envío)

El pago lo efectuaré:

Contra reembolso del primer envío Giro postal Núm. Cheque bancario.

Nombre o razón social

Profesión, Actividad o Departamento

Domicilio

Teléfono

Ciudad

C.P.

Provincia o país

Fecha

Domiciliación bancaria

Muy Sres. míos: Ruego carguen hasta nuevo aviso los recibos que les presentará
LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS a mi nombre
en la siguiente Cuenta Corriente o Libreta de Ahorros:

Firma o sello,

Entidad	Oficina	DC	Núm. de Cuenta

Para mayor rapidez envíe su pedido por FAX.: 91. 350.80.40

GUÍAS DEL LECTOR

EVOLUCIÓN PROBABLE DE LOS MERCADOS EUROPEOS DE CAPITALES EN EL MARCO DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA

Julian Walmsley
Brian Scott-Quinn

Las transformaciones que han tenido lugar en los mercados europeos de capitales se han visto fuertemente influidas por la llegada del euro, si bien debe destacarse asimismo la influencia de los procesos de liberalización e innovación, que en muchos mercados nacionales han estado presentes desde la década de 1980. La modernización de los mercados de capitales ha coincidido, asimismo, con el punto más alto de este proceso de liberalización. En este contexto, las transformaciones en los mercados de renta fija han sido más intensas que las observadas en los mercados de acciones, destacando la evolución del mercado de bonos denominados en euros.

El crecimiento y la internacionalización de los mercados se han visto sin duda impulsados por la expansión de los inversores institucionales, destacando los fondos de inversión y de pensiones. En cualquier caso, habida cuenta de las diferencias regulatorias en los principales países europeos en relación con estos productos financieros, aún queda un largo camino por recorrer en la consecución de una integración completa a escala europea. Otro de los aspectos más destacados ha sido la evolución de la financiación empresarial. En la mayor parte de los países europeos, con la excepción de Holanda, el sistema bancario mantiene su hegemonía en la financiación de empresas frente a los mercados de capitales. La experiencia del impulso del que se ha beneficiado el tejido empresarial estadounidense mediante la financiación en los mercados parece indicar un cierto cambio de tendencia en Europa con la entrada del euro. Sin embargo, los principales análisis sugieren que este cambio de tendencia será muy lento, y el sector bancario continuará manteniendo su preponderancia en este campo al menos durante una década.

Los acuerdos de cooperación y concentración en las principales bolsas y mercados financieros constituyen uno de los ejes de desarrollo fundamentales en los mercados de capitales europeos. Estos acuerdos afectan fundamentalmente a las bolsas, los mercados de derivados y los sistemas de compensación y liquidación. En este sentido, muchas de estas alianzas se ven limitadas por el recelo de ciertas bolsas nacionales a perder el control de sus mercados o a la desmutualización. No obstante, si bien sólo parte de los acuerdos de facto y de los proyectos de concentración y fusión encontrarán salida a largo plazo, la integración de los mercados de capitales europeos resulta ineludible. Conviene considerar, asimismo, cómo el impacto de la tecnología (principalmente internet) ha impulsado el crecimiento de las llamados "sistemas alternativos de negociación", plataformas que han ganado terreno en los principales mercados.

Por otro lado, en el mercado de valores español, resulta destacable el crecimiento experimentado en la última década, tanto en términos cuantitativos como en lo que respecta a su integración en los flujos financieros internacionales. Uno de los aspectos más destacados, en este entorno de expansión, fue la creación del Nuevo Mercado en 2000, así como las reformas regulatorias emprendidas para modernizar y aportar agilidad a los mercados de capitales españoles.

En lo que respecta a la seguridad y transparencia de los mercados, se considera que los organismos actuales aportan, por lo ge-

neral, los mecanismos de control necesarios, habiéndose observado ajustes sumamente rápidos en las últimas crisis internacionales. En cuanto a Europa, la transparencia informativa y el control sobre la estructura financiera presentan un buen estado. Por lo tanto, no parece necesaria la creación o el concurso de un nuevo organismo supervisor a escala internacional.

Por último, la prospectiva futura de los mercados de capitales europeos resulta difícil de definir. En cualquier caso, aunque una alianza paneuropea parece poco probable a corto plazo, es posible la integración en dos (o pocos) grandes sistemas de negociación, con un desarrollo paralelo de las plataformas alternativas de negociación.

EL FUTURO DE LOS MERCADOS BURSÁTILES EUROPEOS

M.ª Nieves García Santos

El panorama bursátil se encuentra atravesando una etapa de reestructuración desde hace unos años, pero desde 1998 los cambios en los mercados europeos se han acelerado. Así, en la región europea han tenido lugar distintas alianzas y acuerdos entre diferentes mercados dentro del mismo país y entre mercados del mismo producto entre diversos países.

Los movimientos integradores de mercados dentro de un mismo país han supuesto en muchos casos la unión bajo la misma estructura societaria de mercados antes separados, como pueden ser los mercados bursátiles y los de productos derivados, en algunos casos extendiéndose el acuerdo a los mercados de empresas de tecnología. Además, esos procesos de reestructuración también han afectado a otros organismos, como las cámaras de compensación y liquidación, que han podido integrar en una sola institución entidades que antes proporcionaban servicios especializados a la renta variable, a la deuda o a los mercados monetarios. Los mercados frances y aleman constituyen dos ejemplos de estos movimientos.

También se han producido alianzas o uniones entre mercados pertenecientes a países diferentes como es el caso de Eurex (mercados de productos derivados suizo y alemán), Norex (alianza entre bolsas nórdicas), Euro.NM (plataforma común de los nuevos mercados alemán, francés, holandés, belga e italiano), entre otros. Los proyectos más significativos, sin embargo, se refieren a la creación de una Bolsa de acciones pan-europea. Se han producido diversos intentos en este sentido, aunque su avance es difícil. En 1998, se anunció el plan de la creación por las bolsas de Londres y Francfort de un mercado para las 300 mayores empresas europeas. En el mismo año, se unieron a ese proyecto las principales bolsas europeas, formando una alianza entre ocho países: Alemania, Bélgica, España, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suiza. Dicha alianza se ha desvanecido, aunque no oficialmente, pero siguen siendo válidos los acuerdos para ir homogeneizando horarios y procedimientos entre los mercados, proceso que será bien venido en cualquier marco futuro en el que se muevan los mercados.

El proyecto que sigue vivo con el fin de construir un mercado bursátil pan-europeo es el de Euronext, mercado creado por la fusión de los mercados de París, Amsterdam y Bruselas. La nueva compañía ha visto la luz en septiembre del año 2000 y tiene la intención de ser operativo en diciembre del año 2001.

Durante el año 2000, también se ha asistido a otros movimientos en los mercados. Así, en mayo se anunció el proyecto del mercado iX, cuya base sería la fusión de la Bolsa de Londres y la Deust-

che Börse. Posteriormente, se produjo el lanzamiento de una OPA sobre la Bolsa de Londres por la empresa sueca OM (que gestiona varias bolsas nórdicas). Al final, la OPA ha sido rechazada y también se ha deshecho el acuerdo entre Londres y Francfort. Las últimas noticias apuntan a conversaciones entre OM y Francfort.

Otra tendencia presente en los mercados bursátiles, muy avanzada en países como Estados Unidos y más incipiente en Europa, se refiere al desarrollo de los llamados sistemas alternativos de negociación (ATS), que son entidades que, constituidas como mercados organizados de valores o como brokers, han establecido procedimientos reglados o automáticos de conexión de órdenes de signo diferente, o incluso de su ejecución y cruce. Uno de los servicios que podrían plantearse ofrecer es el acceso a la negociación de valores que estén cotizando en mercados de diferentes países.

Así pues, los mercados europeos parecen enfrentarse a una disyuntiva. Por una parte, parece necesario que se produzca una consolidación de las bolsas o de los mercados organizados, especialmente si se desea el desarrollo de un mercado de valores integrado en Europa. Mientras que en Estados Unidos existen nueve bolsas de valores, ocho mercados de productos de derivados y dos depositarios, en Europa las bolsas ascienden a 21 (sin contar ocho del segmento de "nuevos mercados"), los mercados de derivados a 14, y las entidades de servicios de depósito, compensación y liquidación llegan a 24 de ámbito nacional, más las internacionales Euronuclear y Cedel. Sin embargo, el número de empresas cotizadas en los países de la zona-euro de la Unión Europea asciende a 4.416 (8.111 en toda la Unión Europea), y la capitalización bursátil asciende a 90 por 100 del PIB, mientras que en Estados Unidos el número de empresas cotizadas es de unas 8.500 y la capitalización representa el 180 por 100 del PIB.

La posibilidad de que si no se forma una Bolsa pan-europea, al menos para las grandes empresas (*blue-chips*), se desarrollen más los ATS plantea diversas cuestiones referentes a la eficiencia de la estructura de mercado y al papel de la regulación de valores. El punto inicial para entender los movimientos que se están produciendo y para enmarcar el análisis de las posibles consecuencias sobre los participantes en los mercados es la consideración de que las bolsas son empresas de servicios financieros.

Esta caracterización supone un cambio respecto a la visión tradicional de que las bolsas son mercados. Pero un mercado es uno de los servicios que pueden ofrecer fácilmente diversas entidades si las autoridades abren esta posibilidad de competencia. El marco conceptual, por lo tanto, ha cambiado: antes las bolsas eran consideradas instituciones nacionales que ofrecían, en régimen de quasi-monopolio, un paquete de servicios conjuntamente, en el que se incluían servicios como la admisión a cotización (y la reputación de garantía empresarial que ello conllevaba), servicios de información societaria, negociación de valores, estandarización de contratos de compra-venta, información de mercado, seguimiento de la operativa y garantía de integridad del mercado (impidiendo la manipulación de mercado y la información privilegiada), servicio de canalización de órdenes, compensación y liquidación, etc... En la nueva concepción empresarial de las bolsas, estos servicios pueden ofrecerse (y facturarse) de forma separada, y en la provisión de cada uno de ellos, las bolsas pueden enfrentarse a la competencia de distintos tipos de entidades. Así, las bolsas pueden competir con entidades de rating, con difusores de información o con agencias públicas que pasen a responsabilizarse de las áreas de seguimiento de mercado y de las empresas cotizadas. Esta oferta de servicios desglosada no puede ser caracterizada como fragmentación del mercado.

Sin embargo, como consecuencia del desglose de los diferentes servicios, es más fácil el acceso al negocio bursátil. Si las bolsas concentran su oferta en los servicios de negociación, las barreras de entrada se reducen enormemente. La actividad bursátil se hace pues más contestable y ello puede traer un marco de competencia a un sector antes cerrado. De esta forma, el servicio de negociación de valores puede ser ofrecido por distintas entidades, como los ATS. Las bolsas se enfrentan a la competencia de otros mercados e incluso de sus propios miembros, en la medida de que éstos no sólo canalicen las órdenes, sino que organicen un sistema de cruce entre ellas.

La aparición de nuevas entidades participantes en los mercados parece que es contradictoria con el argumento de que los mercados europeos demandan una racionalización y disminución de su número. Pero se pueden hacer varias precisiones. En primer lugar, es cierto que las entidades, ofreciendo servicios de negociación para competir con las bolsas establecidas, deben ofrecer liquidez, y la liquidez necesita escala. Por esta razón, la concentración del mercado en una localización central reduce los costes de búsqueda de contrapartida. Sin embargo, la desconcentración de la negociación y la competencia entre entidades reduce los costes de intermediación y una cierta competencia no deteriora el factor escala. En segundo lugar, la racionalización del mercado se puede lograr mediante diferentes tipos de estructura que eviten la fragmentación. Hay tres elementos clave en la estructura de los mercados: canalización del flujo de órdenes (*routing*), ejecución y difusión de información. Para evitar que el mercado de un valor esté fragmentado, alguno de los tres elementos tiene que estar unido o mantener vínculos entre las distintas bolsas o centros. Se evita la fragmentación si el *routing* de órdenes es único, si habiendo varios *routings* de órdenes la negociación es única, o si habiendo varios sistemas de negociación el sistema de información de precios y difusión de datos es único. En este punto se debe introducir una consideración regulatoria. En muchas ocasiones, la capacidad de las nuevas entidades de negociación puede ofrecer sus servicios más baratos debido a que no soportan costes derivados de la producción y difusión de la información, necesaria para la formación de los precios. Sea cual sea la organización resultante de los mercados, con un mayor o menor número de bolsas o mercados en competencia, debe regularse el nivel de información y la forma de producirse, de manera que se garanticen efectos positivos sobre la eficiencia y liquidez del mercado.

La competencia que se está produciendo por la aparición de nuevos participantes en mercados domésticos liderados por bolsas nacionales, o por los planes de diversas bolsas por hacerse con el mercado europeo, puede ser una fase transitoria hacia una situación futura en la que alguna entidad se convertirá nuevamente en entidad dominante. La tendencia de las bolsas a una situación de oligopolio se produce por la presencia de economías de escala y de externalidades de red en la industria de negociación de valores. La presencia de economía de escala se produce cuando los costes fijos de establecimiento del mercado son elevados, pero los costes variables de producción son reducidos. La implantación de sistemas informáticos para canalización, proceso de órdenes y mecanismos de cruce está cambiando el panorama. Pero en el coste de realizar una transacción de mercado de valores hay que considerar otros elementos además del coste operativo, como es el descuento en el precio del valor debido a la falta de liquidez del mercado. En este sentido, los mercados ya establecidos que aglutinan un gran número de valores y donde participan muchos intermediarios cuentan con la ventaja de las economías o externalidades de red. Hay externalidades de redes positivas cuando el beneficio que obtiene un usuario aumenta cuando aumenta el número de usuarios de ese sistema, o cuando utilizan sistemas que

son compatibles. En el caso de las bolsas, cuanto mayor es el número de participantes, más probable es que las órdenes enviadas se ejecuten.

Como alternativa a la competencia, las bolsas pueden plantearse vías de cooperación que abarquen desde el establecimiento de vínculos o acuerdos empresariales hasta fusiones. Los acuerdos empresariales o comerciales pueden ser muy diversos tanto en la materia como en la forma legal. Pueden existir acuerdos para desarrollar de forma conjunta un servicio (por ejemplo, un nuevo mercado para empresas en crecimiento), acuerdos de compra de servicios (una Bolsa compra la información a otra, o los servicios de compensación y liquidación) o acuerdos para constituir una sociedad conjunta para desarrollar un producto (por ejemplo, el soporte tecnológico de los mercados o de los procesos de oficina vinculados a la negociación).

La presencia de externalidades de red incentiva a las bolsas a buscar la compatibilidad entre sí. En empresas del tipo de las bolsas la posibilidad de interconectarse formando una red les permite dar entrada a nuevos intermediarios y miembros. Las conexiones entre las bolsas incrementan su dimensión de forma efectiva, las hace más globales. El acceso remoto, según el cual pueden acceder a la negociación de una Bolsa intermediarios miembros de otra Bolsa, supone una vía de integración parcial. Su consecuencia es un aumento de la liquidez de los valores al ampliar los potenciales inversores. Sin embargo, la compatibilidad entre las bolsas puede llevar a una fusión implícita que implica un mayor grado de integración que el acceso remoto. En una fusión implícita entre dos bolsas se permite la negociación de valores en ambos sistemas de forma simultánea, sin necesidad de que los mecanismos de negociación o las reglas sean idénticos.

Cualquiera de estas alternativas está abierta para las bolsas europeas, y mejorarán los servicios ofrecidos de forma que satisfagan demandas realizadas por los participantes. De hecho, todos los acuerdos que se están produciendo implican colaboración y búsqueda de compatibilidad que permitan a las bolsas disfrutar de las economías de red. Hay dos alternativas a la compatibilidad entre mercados: o ser la Bolsa dominante o desaparecer.

Dos últimos apuntes son necesarios. El primero se refiere a que la racionalización en la negociación en los mercados europeos debe ir acompañada por una reestructuración de la compensación y liquidación de valores, que permita reducir los costes de la operativa transfronteriza. El segundo es que la unificación –por cualquiera de las vías apuntadas– de los mercados europeos debe también ir acompañada de un ajuste en la regulación de valores que debe ser adaptada al entorno internacional.

NUEVOS MERCADOS BURSÁTILES, EMPRESAS DE INTERNET Y CAPITAL RIESGO

Francisco L. de Vera Santana

Las características de las empresas de internet y, en general, de todas aquellas de alto crecimiento vinculadas a mercados emergentes son su considerable necesidad de recursos financieros y el elevado riesgo al que se encuentran expuestos sus proyectos. Esto les dificulta acceder al crédito bancario, pero las convierte en candidatas apropiadas para el capital riesgo en un primer momento, y en aspirantes a cotizar en los nuevos mercados con posterioridad.

Tanto en un caso como en el otro, el elevado riesgo, la insufi-

ciencia de la información contable, el papel clave que para el éxito del proyecto tienen sus gestores y promotores, y los peligros de una gestión desleal con los intereses de los accionistas, plantean un buen número de problemas que tanto la financiación de capital riesgo como la bursátil deben resolver.

En el caso de capital riesgo, las fórmulas contractuales y las materializadas mediante instrumentos financieros estructurados van encaminadas a vigilar el uso que el empresario da a los fondos puestos a su disposición. En concreto, estas fórmulas establecen: la distribución entre el empresario y la empresa de capital riesgo de los derechos de cada uno sobre el *cash flow* de la compañía, los votos en la junta de accionistas, el nombramiento de los miembros del consejo de administración y el destino de los activos de la compañía en caso de liquidación.

La razón para ello no es otra que el conflicto de intereses en que se encuentran las dos partes de la relación: empresa de capital riesgo y empresario, o si se prefiere, principal y agente.

En definitiva, en la financiación de empresas mediante capital riesgo, dado los objetivos perseguidos por cada parte, las consideraciones estrictamente financieras (riesgo, rentabilidad, garantías, liquidez) se enriquecen con elementos de gobierno societario (control de las decisiones empresariales).

Este tipo de riesgos permanecen vigentes cuando la empresa sale a Bolsa, pero, dado que el inversor individual no tiene la posibilidad de negociar con el empresario cláusulas específicas de cobertura, sus preocupaciones se dirigen a obtener información suficiente sobre la empresa y liquidez en el mercado para deshacer sus posiciones en caso de que su comportamiento no sea acorde con sus expectativas.

Las empresas de las que se ocupa el artículo no cuentan con trayectorias informativas que se adapten bien a las convenciones contables del mercado, y ello ha llevado a algunos autores a discutir la conveniencia de revisarlas y adoptar nuevos parámetros de valoración específicos para ellas.

Este artículo se ocupa de la financiación mediante capital propio de las empresas de alto crecimiento, más concretamente de aquellas que se denominan empresas de internet (*pure play Net firms*). Para ello, se acompaña a la empresa desde la captación de primeros inversores en la forma de capital riesgo para financiar el desarrollo inicial del negocio hasta la salida a Bolsa, bien para fortalecer financieramente la empresa con los capitales necesarios para su expansión, bien para que sus fundadores y primeros inversores rentabilicen su esfuerzo empresarial.

En cada una de las fases de financiación que se describen aparecen algunos problemas específicos que merecen ser analizados. En la financiación mediante el capital riesgo, se presta atención a la relación contractual entre la empresa de capital riesgo y el empresario fundador, en la que existe un caso especial de relación principal-agente y que se analiza bajo la luz de la teoría de los contratos.

En la financiación mediante el recurso a la cotización bursátil, se presta atención a los problemas derivados de la salida a Bolsa de empresas con unas características particulares que se adaptan mal a las exigencias que la regulación y los mercados exigen, y se describen las medidas que han adoptado algunos mercados para resolver estos inconvenientes, lo que ha dado lugar al nacimiento de los nuevos mercados, o mercados para empresas tecnológicas o de alto crecimiento. En particular, se comentan los

problemas de valoración de las empresas de este tipo, el problema de la relación agente-principal, y asuntos relacionados con su riesgo y liquidez en el mercado.

Dado el poco tiempo de vida de estos mercados, no se cuenta con evidencia empírica suficiente para evaluar la efectividad de las normas que regulan los nuevos mercados. No obstante, se discute en el artículo la razonabilidad de ellas.

LA DESMUTUALIZACIÓN DE LAS SOCIEDADES RECTORAS DE LAS BOLSAS ESPAÑOLAS

Manuel Castilla

Con la reforma de los artículos 47 y 48 de la Ley del Mercado de Valores se elimina la fórmula de propiedad mutual imperativa de nuestras bolsas de valores establecida por la LMV en 1988, adecuando el régimen de titularidad de sus sociedades rectoras al transformado entorno financiero internacional.

Bajo el derogado régimen de propiedad mutual, sólo podían –y debían– participar en la propiedad de las sociedades rectoras quienes adquirían la condición de miembros del correspondiente mercado bursátil. La desmutualización abre el accionariado de estas sociedades anónimas, permitiendo la adquisición de valores representativos de su capital a personas distintas de los intermediarios-miembros.

El sistema de propiedad mutual ha dejado de ser la respuesta estructural adecuada para la gestión eficiente de las bolsas de valores, considerando las nuevas necesidades que se plantean a estas entidades en los mercados de valores contemporáneos.

La conjugación de las transformaciones en la actividad de los mercados de valores –la internacionalización de los intercambios, la desregulación, la armonización comunitaria o la innovación financiera– sitúa a la competencia entre foros de negociación de valores como la clave comprensiva de la evolución de este sector del ordenamiento jurídico y, en particular, de la evolución del modelo de propiedad de las bolsas. Los incentivos para la adecuada gestión de las bolsas creados por un sistema de propiedad mutual resultan inadecuados en el presente contexto de rivalidad de las plazas bursátiles tradicionales entre sí, y de éstas con los innovadores sistemas alternativos de contratación, aparecidos durante la década de los noventa.

Con la desmutualización del sistema de propiedad de las sociedades rectoras de nuestras bolsas pueden eliminarse los problemas que se derivaban, en primer lugar, de la desalineación entre el disímil interés económico real que cada miembro del mercado poseía en estas entidades y del igual poder de voto que se les confería, y en segundo lugar, de los conflictos entre los intereses generales del mercado (en especial de los inversores) con los de sus propietarios.

Además, la desaparición de las restricciones legales a la titularidad de su accionariado permite a las cuatro sociedades rectoras la participación plena en los procesos más ambiciosos de integración internacional, en los que, hasta ahora, se habían visto condicionadas por la “congelación” legal de la propiedad mutual.

Por último, la apertura del accionariado de las sociedades rectoras introduce nuevos incentivos para el gobierno de las bolsas, al someter su posición a las fuerzas del mercado para el control de las sociedades: la amenaza de una toma de control hostil aliviará, así, los costes de agencia soportados por los nuevos accionistas externos.

E

L sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Este estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

Pedidos e información:

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS
DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN
ECONÓMICA Y SOCIAL

Juan Hurtado de Mendoza, 19
28036 Madrid

Teléfono: 91 350 44 00

Fax: 91 350 80 40

Correo electrónico:
suscrip@funcas.ceca.es

P.V.P.: 2.700 ptas. (IVA incluido)

ISSN 8411329564



9 778411 329560