

La Bolsa del siglo XXI¹

Las recientes crisis de los mercados financieros provocan que nos preocupemos más de la evolución diaria de las cotizaciones que de las disquisiciones teóricas sobre la estructura de las bolsas. No obstante, hay señales tan claras de que algo está cambiando en la estructura del mercado que se impone una breve reflexión. Las bolsas llegan a alianzas, comportándose como si fueran empresas. De hecho concurren unas con otras en la prestación de un mismo tipo de servicios. Les surgen incluso nuevos competidores. Las sociedades de valores promueven sistemas alternativos de negociación que compiten abiertamente con las bolsas, como el estadounidense de *Opti-Mark*.

Pero ¿Qué son las Bolsas? Las bolsas, hoy día, son empresas dedicadas a la organización y gestión de un mercado de valores.

Es un hecho que actualmente los mercados de valores están gestionados por sociedades comerciales. El modelo institucional, en el que las bolsas eran organismos de Derecho público, ha sido sustituido por un modelo empresarial, en el que las bolsas son empresas que prestan servicios de contratación. Tras su privatización, adoptan la forma de sociedades anónimas abiertas, cuyas acciones pueden llegar a cotizar en el mercado que ellas mismas gestionan, como ya ocurre con la bolsa australiana (*Australian Stock Exchange*). Y aunque no coticen, se les puede aplicar, como sucede en Italia, el estatuto de las sociedades anónimas cotizadas.

Hacia un modelo empresarial

El modelo empresarial al que tiende la arquitectura de las bolsas, supone la transformación de las organizaciones corporativas que han venido gestionando los mercados en sociedades comerciales abiertas. Bajo este modelo, deja de condicionarse la incorporación como miembro del mercado a la participación en el accionariado de la bolsa. Bajo la nueva estructura podrán ser accionistas de las bolsas, no sólo las entidades financieras miembros del mercado, sino también otras entidades como los emisores de valores e, incluso, terceros inversores.

Este tipo de bolsa «desmutualizada» tiene sus ventajas, pues permite eliminar algunos conflictos de interés que dificultan la internacionalización de los mercados. Como tal se identifica al que surge entre los miembros-accionistas, interesados en preservar el monopolio local sobre la negociación, y los mediadores no accionistas, que pretenden acceder al mercado por medio de terminales remotos.

La adopción del modelo empresarial supone aplicar a la «actividad de gestión de mercados de valores» las normas del Derecho de la competencia. Afirmación que puede tener consecuencias prácticas. Pues puede afectar tanto a las alianzas entre bolsas como a la fijación de los precios de los servicios de mercado. Así, en cuanto al primer aspecto, la interconexión entre mercados será lícita siempre que no llegue a constituir un abuso de posición dominante. Respecto del segundo, se prohíben las tarifas discriminatorias, como pueden ser aquellas que dan lugar a subsidios cruzados que en beneficio de los grandes inversores perjudican a los pequeños.

Las sociedades gestoras de mercados de valores así definidas cumplen funciones de dos tipos: las formales de organización del mercado y las materiales de prestación del servicio de mercado.

En relación con las funciones formales, las sociedades gestoras deben establecer las reglas de organización y funcionamiento del mercado, en un régimen de autorregulación. Este aspecto organizativo es esencial para determinar el concepto de bolsa. Así lo ha considerado la Unión Europea al definir las bolsas como «mercados regulados». En este sentido, en España las sociedades de bolsa reciben el nombre de «sociedades rectoras».

Si embargo esto puede resultar engañoso, pues, en España, los mercados siguen reconociéndose por su carácter «oficial». Las llamadas sociedades rectoras no han culminado su evolución hacia su consideración plena como empresas encargadas de la organización del mercado. Los Reglamentos de mercado siguen teniendo naturaleza administrativa, como el vetusto Reglamento

de las Bolsas de 1967, que se publicó en desarrollo del Código de Comercio de 1885.

Por otro lado, en relación con el objeto material de las sociedades gestoras, hay que señalar que estas sociedades prestan principalmente servicios de cotización a los emisores, y servicios de contratación y liquidación a los miembros del mercado. También prestan servicios accesorios vinculados a los anteriores, entre los que destacan los de custodia o registro de los valores cotizados y los de información sobre las operaciones. Hay un objetivo común a la prestación de todos estos servicios: favorecer la realización de los cambios sobre instrumentos financieros. Por esta razón, cuando la especialización aconseja crear distintas empresas especializadas en la prestación de cada uno de estos servicios, se hace integrándolas en grupos de sociedades. De este modo se consiguen dos finalidades: de un lado, la prestación más eficaz de los servicios y, de otro, la mejor defensa de los intereses nacionales afectados por la globalización de los mercados. Ante esta situación los mercados de valores nacionales se protegen creando grupos de sociedades que integran los diversos servicios de mercado, así ha ocurrido en Francia (*SBF Paris Bourse*), Italia (*Borsa Italiana, s.p.a.*) o Alemania (*Deutsche Börse AG*).

En España se mantiene la fragmentación del mercado, no existiendo una única sociedad que agrupe los mercados al contado y a plazo, y sus respectivos sistemas de compensación y liquidación. Tan sólo se coordina la contratación de valores cotizados en más de una bolsa a través de la Sociedad de Bolsas, filial común de las cuatro bolsas existentes. Tampoco la Administración se ha ocupado de fortalecer el mercado de valores nacional mediante una política comercial efectiva. La ausencia en España de proyectos como el francés (*Paris Europlace*) o el italiano (*Piazza Finanziaria Italiana*) que incentivan la internacionalización de estos mercados, puede redundar en perjuicio de la competitividad del mercado español. El problema se agrava, al haber reconocido el Tribunal Constitucional un estatuto especial a las sociedades gestoras de los mercados autonómicos.

Internacionalización de las bolsas

Esta estructura del mercado de valores español dificulta su internacionalización. Las alianzas con otros mercados corren el riesgo de convertirse en complejos contratos multilaterales. La negociación se vería simplificada con la creación de un grupo español de sociedades de mercado.

En la Unión Europea, la internacionalización de los mercados de valores se ve afectada por razones formales derivadas de la falta de armonización de la estructura de los mercados. Las directivas comunitarias han armonizado el comercio de valores (la prestación de servicios de inversión), pero no el mercado (la actividad de gestión de mercado de las bolsas).

En España, el legislador sigue pensando en la bolsa como Institución. Por esta razón no es extraño que al regular el mecanismo de internacionalización de los mercados de valores establezca la necesaria intervención de la Administración. Según la Ley del Mercado de Valores, tras su reciente reforma, las participaciones recíprocas entre sociedades gestoras de bolsas españolas y extranjeras requiere la aprobación del Gobierno.

Los estudios realizados en otros países destacan la confluencia entre la gestión de mercados de valores y la negociación de valores. Según queda reflejado por los informes de preparación de las reformas normativas del sistema estadounidense, la actividad de los sistemas alternativos de negociación realizada por determinadas sociedades de valores (*broker-dealer*), es difícil de distinguir de las realizadas por las bolsas tradicionales (*Exchanges*). Las últimas propuestas se orientan a una estructura flexible en la que el prestador de los servicios pueda optar entre registrarse como bolsa o como sociedad de valores. Esta posibilidad es ya una realidad en la Unión Europea, donde una empresa de servicios de inversión, puede registrarse como mercado regulado (EASDAQ). Precisamente esta confluencia entre la actividad de gestión de los mercados y la actividad de negociación propias de las sociedades de valores ha sido utilizada por el Mercado de Futuros y Opciones español para lograr su internacionalización. La sociedad gestora de este mercado ha optado por un sistema original que utiliza las posibilidades de creación de mecanismos de contratación alternativos. En este sentido se ha preferido constituir una filial de la sociedad gestora del mercado, bajo el estatuto de sociedad de valores, y dar acceso a sus miembros, a través de dicha sociedad, a los demás mercados europeos. Los miembros del mercado de derivados español, son ahora clientes de esta sociedad de valores y pueden a través de los sistemas de contratación del mercado español acceder a los mercados de derivados a los que alcanza la alianza (Euro-GLOBEX).

En suma, se hace necesaria una modernización de la estructura de los mercados de valores españoles que contemple su completa privatización,

abriendo al público el accionariado de las sociedades gestoras de las bolsas. Resulta además conveniente integrar en un grupo el conjunto de sociedades que prestan servicios de mercado (sociedades rectoras de bolsa, sociedad de bolsas, servicio de compensación y liquidación de valores y sociedades rectoras de los mercados de derivados). Las plazas financieras españolas así agrupadas deberían recibir el apoyo de la Admi-

nistración, mediante un adecuado programa de promoción destinado a favorecer la participación de los mercados españoles en las alianzas internacionales.

Fernando Zunzunegui,
fernando@zunzunegui.net

¹ Publicado en Expansión, 27 de febrero de 1999.