

## EL PROCESO DE INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

## El proceso de integración de los mercados de valores

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero, de la Dirección General del Servicio de Estudios.

### Introducción

Desde comienzos de la presente década está teniendo lugar una progresiva concentración de los mercados de valores, tanto en el ámbito de las plataformas de negociación como en el de los centros de liquidación. Este proceso estuvo inicialmente localizado en Europa, impulsado, en parte, por la introducción del euro y por el compromiso de las autoridades económicas en avanzar hacia un mercado único de servicios de inversión. Pero más recientemente se ha extendido geográficamente, de modo que se han producido varias operaciones transcontinentales, tanto entre bolsas norteamericanas y europeas como entre aquellas y las asiáticas.

En este contexto, en este artículo se analizan la evolución reciente y el estado actual del proceso de integración de los mercados de valores internacionales, y se señalan algunas de sus implicaciones. Más concretamente, en el segundo epígrafe se describen los factores impulsores del mismo, así como los que, en alguna medida, lo dificultan. En el tercero se comentan sus principales características, y en el último se extraen algunas conclusiones.

### Motores y obstáculos del proceso de integración

Uno de los motores del proceso de integración de los mercados de valores es la existencia de importantes economías de escala, de alcance y de red en la industria financiera<sup>1</sup>. Así, gran parte de las inversiones necesarias para incorporar los nuevos avances tecnológicos constituyen un gasto fijo para los proveedores de servicios financieros, de manera que, cuantas más órdenes se puedan intermediar y liquidar, más reducido será su coste unitario.

En esta línea, el desarrollo de las tecnologías de la información y de las telecomunicaciones se ha convertido en uno de los principales impulsores del proceso de integración. Así, por ejemplo, la desmaterialización de los valores, por la cual estos se transforman en referencias técnicas, facilitó la agrupación de diferentes activos bajo una misma infraestructura (ya sea bolsa o sistema de negociación), propiciando estrategias multiproducto y multiservicio. Por otra parte, la posibilidad de acceder de forma remota a los distintos mercados (esto es, sin necesidad de presencia física) soslayó el problema de los distintos husos horarios<sup>2</sup>, aumentando el número potencial de compradores y vendedores en cada plataforma de negociación. Estos avances generaron también la automatización de la liquidación, compensación y registro de las operaciones, y favorecieron la instauración de los denominados sistemas multilaterales de negociación (SMN<sup>3</sup>). En Estados Unidos, estos tuvieron un crecimiento rápido, debido a ciertas ventajas respecto de las bolsas tradicionales, como la negociación electrónica, el acceso remoto, la elevada velocidad en la ejecución, el reducido coste o el anonimato de las contrapartidas. Como se comentará en la siguiente sección, algunas de estas plataformas (como Instinet, Brut o Archipelago) fueron adquiridas por las bolsas tradicionales. En Europa, si bien fueron estas últimas las que inicialmente desarrollaron la contratación electrónica, recientemente se han creado nuevos SMN (como Virt-X, Chi-X o MTS).

---

1. Para un mayor detalle sobre las economías de escala, véanse Economides (1995) y Hassan y Malkamäki (2001); sobre las economías de alcance, consultar Armstrong y Hagel (1996); y sobre las economías de red, véanse Saloner y Shepard (1995) y Domowitz y Steil (1999). 2. Véase Hassan et al. (2003). 3. Este concepto tiene una terminología amplia: mientras que en la Directiva MiFID se conocen como «sistemas multilaterales de negociación» (SMN) o *multilateral trading facility* (MTF), en la legislación española actual se les llama «sistemas organizados de negociación» (SON). Por su parte, en la regulación norteamericana se denominan *alternative trading systems* (ATS) o *electronic communication network* (ECN), dependiendo de si utilizan internalización de órdenes o no.

Los cambios en el entorno institucional y regulatorio han contribuido también a impulsar el proceso de integración. En Europa, los principales desarrollos en este sentido fueron la introducción del euro y la asunción del objetivo político de constituir un mercado único de servicios financieros, a partir de una situación caracterizada por una notable fragmentación de los mercados. Así, la Comisión Europea, consciente de la importancia de la integración de los mercados financieros como elemento condicionante del crecimiento del bienestar económico y de la asignación eficiente de recursos, aprobó en mayo de 1999 el Plan de Acción de los Servicios Financieros (PASF), con el objetivo último de crear un mercado financiero único en Europa en 2005. En el ámbito de los mercados de valores, el PASF estableció como meta la eliminación de la fragmentación de los mercados de capitales, desarrollando para ello distintas directivas comunitarias, como la de Servicios de Inversión, la de Adecuación del Capital y, más recientemente, la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros<sup>4</sup> (MiFID). Esta última, que entrará plenamente en vigor en noviembre de 2007, potenciará la competencia entre los centros de negociación de valores, ya que elimina el principio de concentración de órdenes en algunos mercados regulados europeos, al tiempo que autoriza la participación de los SMN y los sistemas de internalización de órdenes<sup>5</sup>.

En Estados Unidos, la aprobación en junio de 2005 de la regulación NMS (*Regulation of the National Market System*), cuya entrada en vigor se ha producido de forma escalonada entre octubre de 2006 y octubre de 2007, supone también un paso decisivo para fomentar mercados más transparentes y eficientes, favoreciendo la competencia entre los distintos sistemas de cotización y negociación. Los cambios introducidos se concretan en la obligatoriedad que tienen las bolsas de proporcionar el mejor precio para los inversores y de poner a su disposición otros sistemas de cotización privados de precios que les permita escoger la ejecución de órdenes más favorable para ellos. Esta liberalización y mayor apertura a la competencia ha supuesto retos y oportunidades que han sido aprovechados por algunas sociedades gestoras de las bolsas para iniciar o continuar el proceso de concentración.

El proceso de integración de los mercados se ha enfrentado también a algunos obstáculos en su avance, como son las diferencias idiomáticas o en la «cultura financiera» de cada país, los conflictos de interés entre usuarios de las infraestructuras (emisores e inversores) y los propietarios y gestores de las mismas<sup>6</sup> o el distinto tratamiento fiscal o regulatorio.

En Europa, un área donde la integración ha avanzado a un menor ritmo es el de la postnegociación<sup>7</sup>. Así, mientras que en Estados Unidos existe, desde 1977, un único organismo encargado de la liquidación y compensación de valores («National Securities Clearing Corporation», NCSS), que proporciona servicios a todos los mercados de valores al contado, en Europa la situación de fragmentación sigue siendo muy elevada, como lo ilustra el elevado número de centrales depositarias de valores independientes, que ha pasado de 23 en 1999 a 18 a finales de 2006. En particular, el segundo informe Giovannini<sup>8</sup> identificó 15 barreras como fuentes de ineficiencias que obstaculizan la consolidación de esta industria.

### **Características, evolución reciente y situación actual del proceso de integración**

El proceso de concentración de los mercados de valores internacionales se caracteriza por una serie de pautas comunes que se observan en la mayoría de los casos. Así, inicialmente las bolsas tradicionales presentaban una estructura mutual o de régimen cooperativo, donde los propietarios (mutualistas/cooperativistas) eran los únicos agentes autorizados a negociar

4. Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE, del Consejo, y la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, y se deroga la Directiva 93/22/CEE, del Consejo. 5. Para un análisis más extenso, véase García Santos (2007). 6. Véanse Schmiedel y Schönenberger (2005) y Cruickshank (2001). 7. Un estudio detallado se puede encontrar en Schmiedel y Schönenberger (2005). 8. Véase The Giovannini Group (2003).

Fecha 1.ª cotización	Sociedad gestora de la bolsa	Volumen ofertado (m€)	País
17.11.2006	New York Mercantile Exchange (NYMEX)	300,2	Estados Unidos
14.7.2006	Bolsas y Mercados Españoles (BME)	779,3	España
6.3.2006	New York Stock Exchange (NYSE)	8.320,5	Estados Unidos
16.11.2005	Intercontinental Exchange (ICE)	300,6	Estados Unidos
19.10.2005	Chicago Board of Trade (CBOT)	144,6	Estados Unidos
18.3.2005	Bursa Malaysia	16,9	Malasia
9.3.2005	International Securities Exchange (ISE)	134,9	Estados Unidos
9.2.2005	Nasdaq	121,6	Estados Unidos
5.12.2002	Chicago Mercantile Exchange (CME)	166,4	Estados Unidos
12.11.2002	TSX Group	247,9	Canadá
19.7.2001	London Stock Exchange (LSE)	N.D.	Reino Unido
5.7.2001	Euronext	28,9	Panuropea
5.2.2001	Deutsche Boerse (DB)	930,0	Alemania
23.11.2000	Singapore Stock Exchange (SGX)	244,2	Singapur
27.6.2000	Hong Kong Exchanges & Clearing (HKEx)	14,4	Hong Kong
23.2.1987	OM AG Group	N.D.	Suecia

FUENTES: Memorias de las bolsas y Goldman Sachs.

en ellas. La actividad bursátil suponía un monopolio de facto, o bien actuaba como una franquicia de otro negocio principal (compensación y liquidación). Posteriormente<sup>9</sup>, se inició una fase de desmutualización de la estructura organizativa y las bolsas pasaron a convertirse en sociedades anónimas mercantiles (sociedades gestoras), en las que los antiguos mutualistas/miembros pasaron a ser accionistas. La privatización modificó las prioridades de los órganos de gobierno, que comenzaron a instrumentar políticas dirigidas a la generación de ingresos y a rentabilizar sus recursos propios.

Más adelante, en un buen número de casos, los nuevos accionistas de las sociedades gestoras solicitaron la admisión a negociación de sus acciones en sus propios mercados, previa a la colocación privada u oferta pública de venta (OPV) de una parte de estos títulos. De este modo, se deslindaba definitivamente la vinculación entre miembro y propietario de la bolsa. Este cambio estratégico perseguía un doble objetivo: por un lado, distribuir el accionariado entre un abanico más amplio de inversores para disponer de nuevas fuentes de financiación; y, por otro lado, propiciar una valoración de mercado de sus recursos propios ante la eventualidad de posibles operaciones de concentración futuras<sup>10</sup>. El cuadro 1 muestra la cronología de las salidas a bolsa de las principales sociedades gestoras durante los últimos años.

Tras la privatización de las bolsas, comenzaron a surgir operaciones de fusión o acuerdos de interconexión que se han intensificado en los dos últimos años (véase cuadro 2). En algunos casos, estos procesos fueron liderados por la principal bolsa del país y consistieron en la consolidación en una única sociedad de todas las plataformas de negociación y de los sistemas postcontratación de la propia plaza, de modo que todos los procedimientos de la cadena de valor de una orden pasaron a realizarse bajo el paraguas de una misma sociedad gestora.

9. De alguna manera, el episodio de 1998 de compra de la Bolsa de Estocolmo por una empresa privada (OM) que gestionaba el mercado de derivados supuso el primer cambio estratégico en la propiedad de los mercados de valores (si bien la desmutualización de la Bolsa de Estocolmo fue en 1993). 10. Actualmente, en varias bolsas asiáticas y del Pacífico persisten problemas regulatorios que impiden que esta privatización tenga lugar. Además, en algunos mercados ya privatizados las autoridades económicas respectivas impiden aumentar la participación accionarial más allá de un cierto porcentaje (por ejemplo, un 5% en las bolsas de Hong Kong y Singapur y un 15% en la bolsa australiana).

Fecha de anuncio	Sociedad adquirida		Sociedad compradora		Valor operación (m€)
	Nombre	País	Nombre	País	
Oct-07	Boston Stock Exchange	Estados Unidos	Nasdaq	Estados Unidos	61,0
Sep-07	OMX (b)	Suecia	Nasdaq/Bolsa de Dubai	EEUU/EAU	2.878,4
Sep-07	LSE	Reino Unido	Bolsa de Dubai	Emiratos Árabes Unidos	2.518,6
Jul-07	CBOT Holdings	Estados Unidos	CME Holdings	Estados Unidos	8.275,3
Jun-07	Borsa Italiana	Italia	London Stock Exchange	Reino Unido	1.639,5
May-07	OMX (b)	Suecia	Nasdaq	Estados Unidos	2.738,4
Abr-07	International Securities Exchange	Estados Unidos	Eurex	Alemania/Suiza	2.071,6
Sep-06	New York Board of Trade	Estados Unidos	Intercontinental Exchange	Estados Unidos	837,9
Jun-06	Euronext	Panuropea	NYSE Group	Estados Unidos	8.046,8
Mar-06	SFE	Australia	Australian Stock Exchange	Australia	1.416,9
Abr-05	INET	Estados Unidos	Nasdaq	Estados Unidos	1.451,5
Abr-05	Archipelago	Estados Unidos	New York Stock Exchange	Estados Unidos	1.122,3
May-04	Brut, LLC	Estados Unidos	Nasdaq	Estados Unidos	158,4
Mar-02	Clearstream	Alemania	Deutsche Boerse	Alemania	1.390,0
Oct-01	Liffe	Reino Unido	Euronext	Panuropea	879,5
Abr-01	International Petroleum Exchange	Reino Unido	Intercontinental Exchange	Estados Unidos	210,1

FUENTES: Memorias de las bolsas y Goldman Sachs.

- a. Aquellas que han tenido un proceso de integración relevante.  
b. Operaciones vinculadas pendientes de materializar.

Un ejemplo de este modelo, conocido como integración vertical (o silo), es el alemán. Así, bajo el liderazgo de la Deutsche Boerse, se creó, en enero de 2000, Clearstream International, depositario central internacional de valores que resultó de la fusión de Cedel International y Deutsche Boerse Clearing, que era la compañía que realizaba estas funciones en el mercado de acciones al contado en ese país. La integración operativa de Clearstream se completó definitivamente en julio de 2002, de modo que a partir de ese momento las actividades de cotización y de negociación, así como de liquidación, registro y custodia se realizan exclusivamente dentro del ámbito de la Deutsche Boerse. En Grecia, Australia y España se ha seguido un enfoque parecido.

Un modelo alternativo es la integración horizontal, que consiste en la consolidación en dos sociedades distintas e independientes de los mercados de negociación, por un lado, y de las infraestructuras de liquidación y compensación, por otro. El paradigma de esta modalidad es la creación de Euronext NV, que en septiembre de 2000 integró en un primer momento las bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas, para más adelante incorporar los mercados de Lisboa y el mercado de derivados LIFFE, junto con la cámara de compensación Lch. Clearnet. En paralelo, como sociedad independiente se constituyó Euroclear Group, que es el producto de la fusión jurídica, aunque todavía no operativa, de las infraestructuras de compensación y liquidación de París (Sicovam), Bruselas (CIK), Ámsterdam (Necigef), Lisboa (Siteme) y, más recientemente, Reino Unido e Irlanda (Crest). Más adelante, han ido surgiendo modelos mixtos de concentración, que combinan elementos de las dos aproximaciones.

En el cuadro 3 se resume la situación actual de los principales procesos de integración de los mercados de valores, y en el cuadro 4 se muestra, para cada bolsa, la especialización por tipos de instrumentos negociados, así como algunas cifras sobre la negociación de acciones al contado y el tamaño de sus sociedades gestoras en términos de su capitalización bursátil. Como puede apreciarse, se ha configurado un nuevo panorama con la presencia de algunos grandes jugadores, como NYSE Euronext, que es la compañía *holding* creada en abril de

PAÍS	MERCADO	SOCIEDADES DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN
	NYSE EURONEXT	
Bélgica	Bolsa de valores de Bélgica, BELFOX (derivados)	Euroclear Group
Francia	Bolsa de París, MOEP (derivados), MATIF (derivados), Nouveau Marché	
Holanda	Bolsa de Ámsterdam	
Portugal	Bolsa de Lisboa, Bolsa de Oporto, Mercado de derivados de Oporto	
Reino Unido	LIFFE (derivados)	LCH.Clearnet
EEUU	Bolsa de Nueva York (NYSE)	NCSS
	DEUTSCHE BOERSE	
Alemania	Bolsa de Fráncfort (a)	Clearstream
Alemania/Suiza	Eurex (b)	Eurex Clearing
EEUU	International Securities Exchange (ISE derivados)	OCC
	LSE BORSA ITALIANA	
Italia	Bolsa italiana SpA	Monte Titoli SpA
Reino Unido	Bolsa de Londres (LSE)	Euroclear UK&Ireland
	BME	
España	Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Madrid, Bolsa de Valencia, Senaf-Aiaf, MEFF RF (derivados renta fija), MEFF RV (derivados renta variable)	Iberclear
	NASDAQ	
EEUU	Bolsa Nasdaq, Inet, Boston Stock Exchange	NCSS
	OMX	
Finlandia	Mercados integrados HEX	NCSD (APK)
Suecia	Bolsa Estocolmo	NCSD (VPC)
Dinamarca	Bolsa Copenhague	VP
Estonia	Bolsa de Tallín	ECDS
Letonia	Bolsa de Riga	LCD
Lituania	Bolsa de Vilna	CSDL
Islandia	Bolsa de Islandia	ISD
	CME GROUP	
EEUU	CME Holdings (derivados), CBOT Holdings (derivados)	CME Clearing House
	ICE	
Reino Unido	IPE	LCH. Clearnet
EEUU	CCX, NYBOT	CCX Clearing & Settlement, ICE Clear US
	NYMEX	
EEUU	COMEX, National Metal Exchange, Rubber Exchange of New York, National Raw Silk Exchange y New York Hide Exchange	NYMEX Clearinghouse
	TSX	
Canadá	Bolsa de Toronto, Bolsa Alberta (derivados gas NGX)	NSCC, NGX
	HKEx	
Hong Kong	Stock Exchange of Hong Kong, Hong Kong Futures Exchange	HKSCC
	ASX	
Australia	Australian Stock Exchange, Sydney Futures Exchange	ACH, SFEC
	SGX	
Singapur	Stock Exchange of Singapore, Singapore International Monetary Exchange	SGX

FUENTES: Banco de España.

- a. La Deutsche Boerse AG solo tiene como filial a la Bolsa de Fráncfort, aunque mantiene una integración operativa a través del mercado continuo XETRA con el resto de las siete bolsas regionales. Deutsche Boerse AG, Berliner Boerse, Bremen Boerse, Boerse Düsseldorf, Boerse Hamburg Hanseatic, Boerse Lower Saxony (Hanover), Bayerische Boerse AG, Boerse Stuttgart AG.
- b. La Deutsche Boerse y la Bolsa de Suiza tienen cada uno un 50% de Eurex.

Bolsa	Derivados					Capitalización de sociedades gestoras (mm €) (a)	Volumen de contratación de acciones al contado. Agosto de 2007 (mm €) (b)
	Contado acciones	Opciones acciones	Futuros				
			Acciones	Renta Fija	Tipo de cambio		
CME Group						24,61	--
Deutsche Boerse-ISE						20,96	2.900,14
NYSE-Euronext						16,12	23.481,25
Hong Kong Exchanges & Clearing						24,46	1.107,06
NYMEX						8,85	--
Intercontinental Exchange (ICE)						8,08	--
ASX Group						6,03	901,55
Singapore Stock Exchange						8,39	235,15
LSE Borsa Italiana						6,91	9.420,78
Bolsas y Mercados Españoles						3,71	2.058,25
OMX Group						3,73	1.305,67
Nasdaq						3,39	10.254,04
TSX Group						2,35	1.123,65
Bursa Malaysia						1,41	115,49

FUENTES: Memorias de las bolsas, World Federation of Exchanges, Datastream y Goldman Sachs.

a. Datos correspondientes al 9 de octubre de 2007.

b. Acumulado de 12 meses.

2007 tras la fusión de la Bolsa de Nueva York (NYSE Group, Inc.) con la paneuropea Euronext (Euronext NV). A su vez, la NYSE Group, que es una filial al 100% de NYSE Euronext, opera ofreciendo la contrapartida obtenida simultáneamente de dos sistemas paralelos, como son la bolsa tradicional New York Stock Exchange LLC (NYSE) y la plataforma de negociación electrónica Archipelago (NYSE Arca, Inc.). Por su parte, Euronext NV aglutina las bolsas de cuatro países (Bélgica, Francia, Holanda y Portugal), el mercado de derivados LIFFE de Londres y la cámara de compensación Lch. Clearnet, que es el resultado de la integración de la británica London Clearing House y la francesa Clearnet.

Además, en enero de 2007 NYSE Group adquirió el 5% de la Bolsa Nacional India, con perspectivas de alcanzar hasta un 26%, máximo que permite la regulación de inversiones extranjeras en ese país, y llegó a un acuerdo de colaboración con la Bolsa de Tokio para desarrollar conjuntamente productos financieros, admisión a negociación conjunta, servicios de tecnologías de la información e intercambios accionariales, cuando la legislación japonesa lo permita.

De este modo, NYSE Euronext se ha configurado como una de las principales bolsas mundiales, que opera en un amplio abanico de productos y servicios financieros en cinco mercados de acciones al contado y uno de derivados pertenecientes a seis países en dos continentes, proporcionando bajo una misma plataforma servicios de admisión a cotización, negociación de acciones y bonos al contado, derivados de renta fija y variable, así como difusión de información, y en un futuro podría aspirar a negociar 24 horas al día con una operativa en las tres divisas principales (dólares, euros y yenes). De hecho, esta es la plataforma más grande del mundo en términos del volumen de negociación de acciones al contado (véase cuadro 4).

Deutsche Boerse AG es la principal plaza financiera alemana, que incluye los sistemas y procedimientos de negociación de la Bolsa de Fráncfort. Además, mantiene un acceso operativo a través del mercado continuo Xetra con otras siete bolsas provinciales alemanas (Bayern,

Berlín, Bremen, Düsseldorf, Hamburgo, Hannover y Stuttgart), que, no obstante, mantienen personalidades jurídicas y patrimoniales distintas. Asimismo, Deutsche Boerse tiene el 100% de Clearstream International, que, como se ha comentado anteriormente, es el depositario central de valores y proveedor de servicios de postnegociación. En la actualidad, posee el 50% de Eurex (el otro 50% lo tiene la Bolsa Suiza, SWX Swiss Exchange), que es el mercado de futuros y opciones que se formó de la fusión en 1988 del DTB alemán y el Swiss Soffex suizo, y cuya cámara de compensación es Eurex Clearing. Uno de los elementos del éxito de Eurex es la utilización de una plataforma electrónica que admitió en sus inicios el acceso remoto de los intermediarios, por lo que en la actualidad está conectada con 393 participantes de 20 países. Además, Eurex ha adquirido el 27 de julio de este año la bolsa norteamericana International Securities Exchange (ISE), que es actualmente la mayor plaza de contratación de opciones sobre acciones de Estados Unidos y la segunda de opciones de este país, detrás de Chicago Board Options Exchange (CBOE).

LSE Borsa Italiana es la fusión de la Bolsa de Londres (London Stock Exchange PLC, LSE) y la Bolsa italiana (Borsa Italiana SpA), iniciada en junio de 2007 y materializada en octubre de este mismo año. Esta sociedad es propietaria del 100% del mercado electrónico de renta fija MTS, después de que haya ejercitado recientemente la opción de compra de la participación accionarial en poder de NYSE Euronext. Por otra parte, las bolsas de Dubai, de Qatar y Nasdaq poseen, respectivamente, el 28%, 20% y 3,5% de la LSE.

Si finalmente prospera la oferta de compra de OMX lanzada conjuntamente a finales de septiembre de este año por Nasdaq y la Bolsa de Dubai<sup>11</sup>, se crearía el grupo Nasdaq OMX Dubai. De acuerdo con los planes previstos, en un primer momento se materializaría la combinación NASDAQ OMX, cuyo acuerdo se gestó en mayo de 2007 entre la bolsa Nasdaq Group y el operador OMX Nordic Exchange, con el objetivo de negociar bajo una misma plataforma valores al contado y derivados en dos continentes distintos. Más adelante, se incorporaría el mercado de Dubai. Nasdaq Group es el resultado de la fusión, en 2004, de Nasdaq Stock Market Inc. con el mercado electrónico Brut y, más adelante (2005), con la plataforma electrónica Instinet<sup>12</sup> (INET ECN). Más recientemente, a principios de octubre de 2007, Nasdaq ha materializado la compra de Boston Stock Exchange, que incluye una plataforma electrónica de acciones de Estados Unidos y una cámara de compensación de derivados (Boston Stock Exchange Clearing Corporation), lo que le permitirá introducirse en el negocio de los servicios de postnegociación en ese país. Por su parte, OMX Nordic Exchange surgió de la fusión de cuatro bolsas nórdicas (Estocolmo, Helsinki, Copenhague e Islandia) y de tres bálticas (Tallín, Riga y Vilna), y actualmente es propietaria del 10% de la Bolsa de Oslo (Oslo Bors Holding ASA). La Bolsa de Qatar (a través de Qatar Investment Authority) ha adquirido recientemente un 13% de OMX, por lo que es susceptible de incorporarse en algún momento al proyecto de Nasdaq OMX Dubai.

En este contexto de grandes jugadores, resulta destacable el renovado protagonismo de los mercados de derivados. Estos tienen productos muy específicos y que suelen tener asociada una cámara de compensación propia, lo que les genera mayores márgenes en la cadena de valor contratación-liquidación, haciéndolos atractivos para los inversores. Además de la operación de adquisición de ISE por Eurex, hay que destacar dos casos recientes. El primero (CME Group) es el resultado de la compra, en julio de este año, del mercado de derivados

---

**11.** Estas dos sociedades han lanzado una OPA sobre al menos el 50% de OMX. En la actualidad, Nasdaq y la Bolsa de Dubai poseen el 48% de los votos de OMX, lo que les confiere un margen amplio de éxito en la compra. **12.** En el momento de la compra de Instinet Group, se escindió Instinet LLC, que se constituyó como agencia de valores privada y fue vendida a Nomura Holdings Inc. en 2007.



CBOT (Chicago Board of Trade, Holdings Inc.) por CME (Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc.) por el equivalente a 8,3 mm de euros, lo que supone la mayor operación realizada hasta ahora (véase cuadro 2). La nueva bolsa es una de las más importantes del mundo en la negociación de contratos de futuros y opciones sobre una amplia variedad de activos subyacentes. A través de su plataforma electrónica CME Globex se negocian diariamente 10,2 millones de contratos a través de operadores de 80 países diferentes. En términos de la capitalización de la sociedad gestora, esta es actualmente la bolsa más importante del mundo (véase cuadro 4).

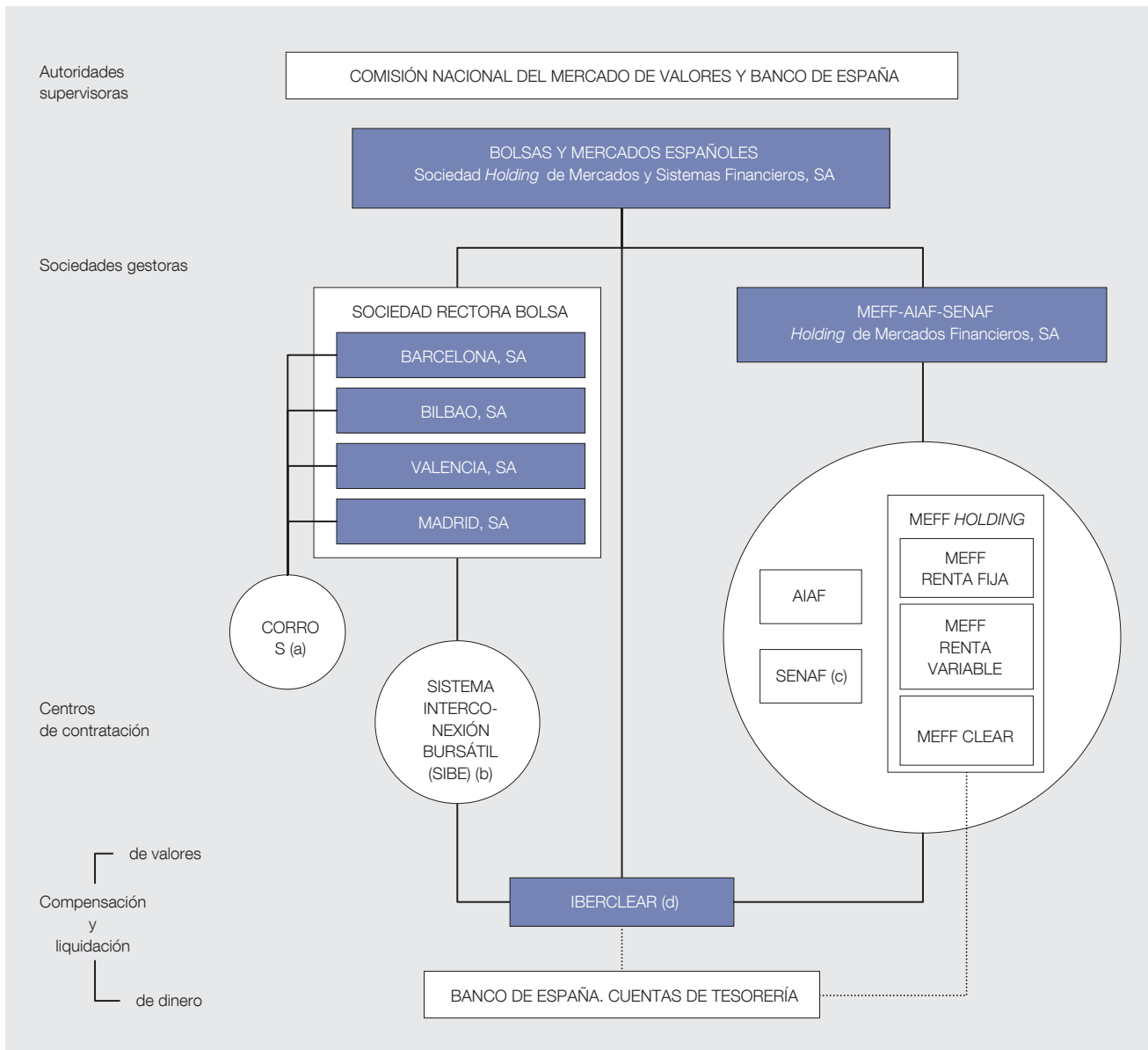
El segundo caso es otra historia reciente de sucesivas integraciones. El mercado de derivados Intercontinental Exchange (ICE) se estableció en mayo de 2000 como una de las principales bolsas mundiales electrónicas de contratos de energía. En junio de 2001 compró el mercado londinense de materias primas International Petroleum Exchange (IPE), que hoy es el ICE Futures, que opera como una de las principales bolsas de derivados de energía con formación de precios de viva voz. Desde 2003, tiene como socio al Chicago Climate Exchange (CCX) y, en enero de 2007, materializó la compra del mercado de derivados New York Board of Trade (NYBOT), lo que le ha permitido introducir la negociación de las referencias agrícolas de dicha plataforma.

En el caso de España, el grupo BME (Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad *Holding* de Mercados y Sistemas Financieros, SA) es la sociedad que integra el conjunto de sistemas de negociación y mecanismos de liquidación, compensación y registro españoles. Esta empresa, que se constituyó en 2002, ostenta la titularidad directa o indirecta de las acciones y participaciones de las sociedades que administran los mercados secundarios de renta fija, renta variable y derivados, incluido el de materias primas de Valencia e Iberclear (véase esquema 1). En particular, concentra las bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, la compañía MF mercados financieros (gestor que negocia la deuda pública y la renta fija privada), MEFF (derivados), MEFFClear (cámara de compensación) e Iberclear (que engloba todos los sistemas de liquidación y compensación, y registro de la renta fija y variable). En el ámbito de liquidación, en 2003 se creó la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (que luego operó bajo el nombre comercial de Iberclear), como resultado de la fusión del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) y de la Central de Anotaciones de Deuda del Estado gestionada por el Banco de España (CADE), así como del resto de sistemas de liquidación ya existentes en España, tales como el de derivados financieros o los gestionados por las bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia. En agosto de 2007, BME ha acordado adquirir el 5% de la Bolsa Mexicana de Valores, SA, en la futura OPV que realizará su sociedad gestora.

### **Implicaciones**

Desde comienzos de la década actual se está produciendo un proceso de integración de los mercados de valores internacionales, que ha afectado en mayor medida al ámbito de la negociación que al de la liquidación y la compensación. Este fenómeno, que originalmente se inició entre las bolsas europeas, se ha extendido más recientemente a Estados Unidos mediante la consolidación entre bolsas y sistemas alternativos de negociación y entre los diversos mercados de derivados. A lo largo del último año se ha intensificado con operaciones transatlánticas y asiáticas, que han introducido una dimensión global a este fenómeno. Como consecuencia de ello, se han formado bolsas internacionales de gran tamaño, en las que se negocia una amplia variedad de activos y en las que se ofrece una extensa gama de servicios.

La consolidación de los mercados supone algunas ventajas importantes para sus usuarios (inversores y emisores) en términos de simplicidad y rapidez operativa, de aumento del grado de liquidez de los activos, derivado de la concentración de las transacciones en una misma



FUENTE: Banco de España.

- a. La renta fija bursátil negociada en corros se liquida, en la actualidad, en el ámbito de las sociedades rectoras de las bolsas.
- b. En el SIBE se negocian acciones, renta fija, *warrants*, ETF y certificados. Además, existen segmentos de negociación específicos para acciones latinoamericanas (Latibex) y acciones de SICAV (MAB).
- c. Sistema de negociación ciego de deuda pública anotada, cuyos valores se liquidan en Iberclear. No obstante, MEFF Clear se interpone en las operaciones *repo* de SENAF.
- d. Iberclear es el depositario central de valores español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores. Integra las plataformas técnicas del SCLV y del CADE.

plataforma de negociación, y del posible abaratamiento de costes, en la medida en que los mayores volúmenes se traduzcan en una rebaja de las tarifas, en una industria que se caracteriza por las economías de escala, de alcance y de red. Como consecuencia de ello, los agentes verán ampliadas las posibilidades de diversificar geográficamente sus carteras, pudiendo obtener combinaciones de rentabilidad-riesgo superiores.

Este desarrollo plantea también algunos retos para las autoridades económicas. Así, estas tendrán que vigilar que no se produzcan concentraciones excesivas que pudieran degenerar en situaciones de falta de competencia. Por otra parte, el proceso de integración transnacional

pone en evidencia la necesidad de mayores esfuerzos de armonización y coordinación de las actividades de control y supervisión sobre los intermediarios y mercados que operan en diversos países al mismo tiempo.

16.10.2007.

## BIBLIOGRAFÍA

- ARMSTONG, A., y J. HAGEL (1996). «The real value of on-line communities», *Harvard Business Review*, mayo-junio.
- CRUICKSHANK, D. (2001). «Clearing and settlement: the barrier to a pan-european capital market», *International Finance*, vol. 4, n.º 2.
- DOMOWITZ, I., e I. STEIL (1999). *Automation, trading costs, and the structure of the securities trading industry*, Brooking-Wharton Papers on Financial Services.
- ECONOMIDES, N. (1995). «How to Enhance Market Liquidity», *Global Equity Markets*, Irwin professional, Nueva York.
- GARCÍA SANTOS, N. (2007). «MiFID: un nuevo marco de competencia para los mercados de valores», *Estabilidad Financiera*, n.º 12, mayo, Banco de España.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (2002). «Los mercados de renta fija europeos: grado de integración y evolución reciente», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- (2001). «La integración de los mercados de renta variable europeos: desarrollos recientes», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.
- HASSAN, I., y M. MALKAMÄKI (2001). «Are Expansions Cost Effective for Stock Exchanges? A Global Perspective», *Journal of Banking and Finance*, 25.
- HASSAN, I., M. MALKAMÄKI y H. SCHMIEDEL (2003). «Technology, automation, and productivity of stock exchanges: international evidence», *Journal of Banking and Finance*, 27.
- HASSAN, I., y H. SCHMIEDEL (2004). «Networks and equity markets integration: European evidence», *International Review of Financial Analysis*, 13.
- SALONER, G., y A. SHEPARD (1995). «Adoption of Technologies with Network Effects: An Empirical Examination of the Adoption of Automated Teller Machines» *Rand Journal of Economics*, 26.
- SCHMIEDEL, H., y A. SCHÖNENBERGER (2005). *Integration of securities market infrastructures in the Euro area*, Occasional Paper Series, n.º 22, julio, BCE.
- THE GIOVANNINI GROUP (2001). *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Discussion paper, noviembre, Comisión Europea.
- (2003). *Second report on EU Clearing and Settlement Arrangements*, Discussion paper, abril, Comisión Europea.