

La integración de los mercados de renta variable europeos: desarrollos recientes

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

1. INTRODUCCIÓN

A lo largo de la década de los noventa, y con especial intensidad en los últimos años, el comportamiento de los mercados de renta variable en Europa, en general, y en los países que hoy componen el área del euro, en particular, ha venido caracterizado por un notable crecimiento de su tamaño y su liquidez, así como por un creciente protagonismo de las acciones en las carteras de los agentes económicos. Entre los elementos que ayudan a explicar esta evolución, ocupan un lugar destacado los procesos de privatización de empresas públicas; el continuado descenso de los tipos de interés nominales, en un contexto mayor estabilidad macroeconómica; la creciente institucionalización del ahorro privado, que ha facilitado el acceso de los pequeños ahorradores a las bolsas; y el desarrollo de la informática y las telecomunicaciones, que han propiciado notables mejoras, tanto en los procesos de difusión de la información como en los procedimientos de negociación, compensación y liquidación de valores.

La mayor dimensión y liquidez de las bolsas está contribuyendo positivamente al desarrollo de las economías del área en la medida en que está facilitando el flujo de financiación entre los ahorradores y los prestatarios, promoviendo, de este modo, una asignación más eficiente de los recursos financieros. Sin embargo, como recientemente ha puesto de manifiesto el «Informe del Comité de Notables» —o «Informe Lamfalussy»—, existe aún un importante margen de mejora a este respecto, cuyo aprovechamiento requiere un decidido avance hacia un mayor grado de integración entre los diferentes mercados de renta variable nacionales. Como señala el mencionado Informe, «un mercado financiero europeo integrado [...] permitirá que el capital y los servicios financieros fluyan libremente en la Unión Europea», propiciando, así, unos menores costes del capital y una mayor productividad de este factor.

De hecho, en los mercados monetarios (1) y de deuda pública de la UEM, se han producido, en los últimos años, importantes avances hacia un mayor grado de integración, que se han visto acelerados a partir de 1999 con la creación del euro y la instauración de una política monetaria única. Cabe destacar los avances en el área de la liquidación y compensación, donde no solo se han producido integraciones nacionales (como en los casos de España e Italia)

(1) Véase Ayuso *et al.* (1999).

sino también fusiones paneuropeas, como la creación del grupo Euroclear (procedente de Euroclear, Sicovam y el CBISSO del Banco de Irlanda) o la constitución del Clearstream International (fruto de la fusión de Cedel y el DBC, sistema único de registro y liquidación alemán).

En las bolsas, por el contrario, los avances han sido menores y tan solo cabe destacar la constitución de Euronext, que, en cierto sentido, ha podido suponer el punto de partida para la adopción de nuevas estrategias por parte de las distintas plazas financieras europeas (2). En el caso español, la firma del «Protocolo de integración del mercado de valores español», el 20 de junio de 2001, establece un hito en la configuración del modelo de mercado con el que nuestro país se une al proceso de creciente integración de los mercados financieros en Europa.

Este artículo analiza la situación actual de las bolsas en la UEM y los retos a los que se enfrenta la consecución de un mayor grado de integración entre ellas. Para ello, en el segundo epígrafe se revisan los principales aspectos tanto de la evolución reciente de los mercados de renta variable en Europa como de su marco regulatorio actual. Estos elementos proporcionan un marco de referencia para el análisis de los desarrollos institucionales más recientes en el terreno de la integración de las bolsas europeas, que es el objetivo del tercer epígrafe. En el cuarto y último epígrafe, se resumen las principales conclusiones del artículo.

2. ENTORNO, RETOS Y OPORTUNIDADES PARA LA INTEGRACIÓN

2.1. Desarrollos recientes de los mercados de renta variable en la UEM

Como se aprecia en el cuadro 1, en la década de los noventa, los mercados mundiales de acciones han experimentado un crecimiento espectacular que, salvo en el caso de Japón, se ha acelerado en las principales áreas geográficas en los últimos años del decenio. El aumento de la capitalización bursátil en el área del euro, tanto en términos absolutos como relativos, ha sido muy destacable. En términos del PIB, ha pasado del 21%, en 1990, a casi el 90%, en el año 2000. Aunque el avance en otras áreas ha sido también acusado, hay que señalar que, en 1995, la zona euro presentaba un nivel de capitalización muy por debajo del de Japón y a gran distancia, también, del de las otras dos zonas geográficas consideradas.

(2) Véase García-Vaquero (1998).

El crecimiento de las bolsas en la UEM ha estado impulsado, en primer lugar, por un ascenso de las cotizaciones bursátiles. Pero, a diferencia de lo ocurrido en otras áreas geográficas, también se ha visto fuertemente favorecido por la intensa incorporación de nuevas empresas a lo largo de los tres últimos años. Como se ve en el cuadro 2, en el área del euro se ha experimentado un crecimiento más intenso y sostenido del número de empresas admitidas a cotización, que ha sido fruto tanto de los importantes procesos de privatización de empresas públicas acometidos, como de la salida a bolsa de empresas privadas, entre las que cabe destacar las compañías de telecomunicaciones, tecnología y medios de comunicación.

El análisis detallado de los mercados primarios revela también que, en términos absolutos, el volumen de capital que han supuesto las nuevas admisiones ha sido muy importante tanto en Estados Unidos como en la zona euro, si bien, como recoge el cuadro 3, ha sido esta última la que ha experimentado un mayor crecimiento en términos relativos. Este mayor aumento ha venido impulsado, principalmente, por el avance de las OPV y de las salidas a bolsa ya comentado, aunque también se ha producido un buen número de ampliaciones de capital de empresas ya cotizadas. Como se observa en el cuadro 3, en el año 2000 la mitad de las emisiones en la zona euro ha tenido su origen en nuevas admisiones a cotización, frente a un 35% en EEUU y un 43% en el resto de Europa.

Este crecimiento de los mercados de renta variable en el área del euro se ha visto favorecido, entre otros factores, por la propia creación de la UEM. Así, por ejemplo, los criterios de convergencia, primero, y el Pacto de Estabilidad, después, han conseguido en pocos años reducir los déficit públicos y disminuir los saldos de deuda pública de estos países, generando un efecto de *crowding in* que podría estar impulsando las oferta de títulos privados tanto de renta fija como de renta variable. Por el lado de la demanda, la UEM ha propiciado una continuada reducción de los tipos de interés nominales, en un contexto de elevada estabilidad macroeconómica, lo que supone un estímulo importante para la adquisición de valores de renta variable por parte de los inversores tanto individuales como, sobre todo, institucionales (véase cuadro 4).

Es importante señalar también que el avance de los mercados bursátiles de contado alimenta y se ve alimentado por un proceso paralelo de crecimiento de los mercados organizados de derivados sobre renta variable. El crecimiento de la contratación de este tipo de instrumentos en los

CUADRO 1

Capitalización bursátil de acciones nacionales en porcentaje del PIB

	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Área del euro	21	28	35	47	64	85	89
Resto UE	65	96	113	129	146	178	161
Estados Unidos	54	94	109	130	145	181	152
Japón	99	69	65	51	64	102	68

Fuentes: FIBV y BCE.

mercados europeos también ha sido notorio, aunque permanece el predominio, en este aspecto, de los mercados norteamericanos. Como se aprecia en el cuadro 5, la contratación de futuros sobre índices es, en Estados Unidos, más del doble que la realizada en Europa y casi ocho veces más que en Japón, al tiempo que, en las opciones sobre índices bursátiles, el volumen negociado en EEUU es casi tres veces superior al realizado en los mercados europeos y casi nueve veces al correspondiente a Japón. El aumento de la negociación en la zona euro a lo largo de los últimos años de la pasada década ha sido más intenso en los futuros que en las opciones y, dentro de estas últimas, las opciones sobre índices han experimentado cifras de contratación mayores que las emitidas sobre acciones individuales. Asimismo, es interesante señalar que los mercados paralelos OTC están experimentando un sensible crecimiento en Europa, siendo su ritmo de avance muy superior al de EEUU (véase cuadro 6).

Dado que los mercados de derivados se caracterizan por negociar activos más homogéneos que los mercados de contado, resulta más fácil que sus órganos rectores lleguen a acuerdos de colaboración con rapidez o, lo que es lo mismo, que el proceso de integración avance más deprisa. La adopción del euro está impulsando aún más este proceso de integración —que, en este caso, parece estar discurrendo principalmente por la vía de la concentración—. De hecho, diversos instrumentos negociados en mercados domésticos distintos, ligados a divisas o a tipos de interés, han desaparecido o están a punto de extinguirse.

2.2. El entorno legal

El marco regulatorio en el que se inscribe la actividad de los mercados de renta variable de la UEM es otro elemento que condiciona de modo importante la evolución futura del grado de integración de estos mercados. La normativa comunitaria que, a lo largo de la década de

los noventa, se ha establecido en el ámbito de los mercados de valores está compuesta por la directiva de adecuación de capital (DAC) de 1993, por la de sistemas de indemnización de inversores (DSII) de 1997 y, sobre todo, por la de servicios de inversión (DSI) de 1993, cuyo objetivo era establecer un marco legislativo común para el establecimiento de un mercado único de servicios de inversión (o mercado único de valores) bajo el cual todas las instituciones y agentes participantes en los mercados financieros deberán competir en las mismas condiciones (3).

El mercado único de valores que establece la DSI se basa en tres principios: a) la libertad de establecimiento de una empresa de servicios de inversión (4) en cualquier país de la UE; b) la libre prestación de servicios de inversión por empresas de inversión a través de sucursal —es decir, con establecimiento permanente— o incluso sin establecimiento permanente —mediante acceso remoto—, y c) la flexibilización de las condiciones de acceso a la condición de miembro de un mercado regulado, tanto por lo que se refiere a la cotización-contratación como a la compensación-liquidación, a una empresa de servicios de inversión. Es más, esta normativa comunitaria autoriza a las entidades de crédito a ser miembros de las bolsas.

A su vez, estos principios se apoyan en tres instrumentos básicos para conseguir su objetivo (5). En primer lugar, en la concesión de la

(3) La transposición de estas directivas al ordenamiento jurídico español se realizó mediante la publicación de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. La adaptación a dicha Directiva implicó que toda empresa de servicios de inversión (ESI), sea española o no, autorizada en uno de los Estados miembros de la UE, pudiera *acceder a cualquiera de sus mercados*, incluido el español, en condición de miembro, y a tener, igualmente, posibilidad de acceso o adhesión a los sistemas de compensación y liquidación.

(4) En la legislación española se considerará empresa de servicios de inversión a las sociedades y agencias de valores, y a las sociedades gestoras de carteras.

(5) Véase García-Vaquero (1998).

CUADRO 2

Numero de compañías admitidas a cotización

	1998	1999	2000	Variación (en %)	
				98-99	99-00
Área del euro	3.895	4.416	4.914	13	11
Resto UE	3.182	3.078	3.785	-3	23
Estados Unidos	7.738	7.421	7.194	-4	-3
Japón	1.890	1.935	2.096	2	8

Fuentes: FIBV y BCE.

denominada licencia única o «pasaporte comunitario», que, al igual que ocurre en el ámbito de la banca y los seguros (6), permite a una determinada empresa de servicios de inversión que ha sido autorizada en su país de origen desarrollar su actividad en cualquier otro país de la UE. En segundo lugar, en la supervisión prudencial en el país de origen respecto de las condiciones de autorización y ejercicio de la actividad y la supervisión en el país de acogida en lo relativo a las normas de conducta y operativa del mercado. Finalmente, mediante el cumplimiento de las obligaciones de transparencia (difusión de precios y de operaciones de mercado) e información para la supervisión relativa a los estados contables de los intermediarios.

En el terreno de la adaptación normativa, la Comisión de la Unión Europea elaboró el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), que fue aceptado por el Consejo Europeo de Lisboa de 2000, y que pretende contribuir a la constitución de un marco legislativo y operativo armonizado en todo el Espacio Económico Europeo antes del año 2005. En particular, el Plan de Acción propone una serie de prioridades y calendarios para conseguir un verdadero Mercado Único en tres ámbitos estratégicos: servicios financieros mayoristas, mercados minoristas abiertos y seguros, y supervisión y normas prudenciales.

A pesar de que estas normativas e iniciativas comunitarias establecían unos períodos transitorios amplios para la adaptación a las respectivas legislaciones nacionales, su transposición a las legislaciones nacionales y su pue-

(6) En efecto, la segunda directiva de coordinación bancaria de 1989 establece el llamado mercado único bancario, que, de igual modo, instaura los principios de libertad de establecimiento y de prestación de servicios bancarios —incluso sin establecimiento permanente—. Las segundas y terceras directivas de 1988, 1990 y 1992 sobre seguros de vida y no vida hacen lo propio en el ámbito de las entidades aseguradoras.

ta en práctica están lejos de haberse completado, impidiendo, de este modo, que se produzca un avance significativo en la eliminación de las trabas legislativas y administrativas que impiden la creación de un verdadero mercado único de servicios financieros.

En este contexto, el Consejo Europeo celebrado en Estocolmo en marzo de este año decidió impulsar una regulación más eficaz del mercado de valores mobiliarios en la Unión Europea, a partir de las prioridades y las recomendaciones contenidas en el informe del Comité de Notables, o Informe Lamfalussy, sobre la Regulación de los Mercados Europeos de Valores Mobiliarios. Dichas prioridades pueden agruparse en dos grandes bloques. Por un lado, la aceleración de los plazos de ejecución de seis elementos concretos del PASF: folletos únicos para la emisión/admisión de valores (7), actualización del procedimiento de admisión a cotización, control en el país de origen de los grandes inversores y definición del perfil de los inversores profesionales, actualización de las normas de inversión de los inversores institucionales, adopción de normas de contabilidad internacionales y establecimiento del pasaporte único para los mercados bursátiles. Por otro, la adopción de una nueva estructura para la elaboración y la ejecución de las normas regulatorias basada en cuatro niveles: el diseño del marco para las nuevas directivas por parte de la Comisión Europea, en estrecho contacto con el Parlamento Europeo; la elaboración concreta de las nuevas normas por parte del Comité Europeo de Valores, de nueva creación; la interpretación normalizada de la nueva regulación y una mayor convergencia en las prácticas de supervisión, promovidas ambas por el Comité Europeo de Reguladores de Valores, también de nueva creación; y, finalmente, la verificación, por parte de la Comisión, de la adecuada adopción de las nuevas normas en los diferentes Estados miembros.

2.3. Otros aspectos que condicionan la integración de los mercados

Además del marco legislativo y del desarrollo reciente de los mercados de renta variable existen otros aspectos operativos, institucionales e incluso estratégicos que condicionan el proceso de integración de los mercados de valores europeos.

El euro se configura, en la actualidad, como el elemento impulsor más decisivo en el proceso de integración de los mercados de valores

(7) En este sentido, en julio de 2001, se ha aprobado la Directiva sobre información y admisión de valores negociables a cotización oficial.

CUADRO 3

Admisiones de capital a cotización por regiones

	1998		1999		2000	
	Admisiones (mm de €)	Capitalización bursátil (en %)	Admisiones (mm de €)	Capitalización bursátil (en %)	Admisiones (mm de €)	Capitalización bursátil (en %)
Área del euro	128	3,50	202	3,70	315	5,60
Resto UE	22	0,90	40	1,10	71	2,10
Estados Unidos	169	1,60	264	1,60	390	2,40
Japón	11	0,50	84	1,90	18	0,50
PRO MEMORIA:						
	Compañías cotizadas (en %)	Nuevas compañías (en %)	Compañías cotizadas (en %)	Nuevas compañías (en %)	Compañías cotizadas (en %)	Nuevas compañías (en %)
Área del euro	67	33	60	40	50	50
Resto UE	76	24	77	23	57	43
Estados Unidos	70	30	59	41	65	35
Japón		100		100		100

Fuentes: FIBV y BCE.

Europeos (8) y, en cierto modo, del mayor protagonismo, en los últimos años, de los valores privados (en especial, de las acciones) en las carteras de los agentes. En su vertiente de política monetaria, la persecución de un objetivo de inflación reducida a medio plazo garantiza un marco de elevada estabilidad que propicia las expectativas de un alto crecimiento económico. Todo ello tiende a impulsar en mayor medida las carteras de renta variable que las de renta fija o activos monetarios. Por otro lado, la sustitución de las monedas nacionales por el euro ha traído consigo un importante crecimiento de los valores denominados en euros y emitidos por no residentes en las carteras, sobre todo, de los inversores institucionales, al no serles, ahora, de aplicación las limitaciones a la posición en moneda extranjera recogidas en la regulación prudencial en vigor en diversos Estados miembros.

La internacionalización tanto de los intermediarios financieros como de la mayoría de las empresas que emiten valores de renta variable también facilitan un avance más rápido hacia un mayor grado de integración de los mercados bursátiles en el área del euro. La libertad de establecimiento en la UE y, sobre todo, la posibilidad del acceso remoto a los distintos mercados regulados comunitarios está impulsando procesos de concentración de intermediarios que desean adquirir una dimensión europea que les permita competir en

mejores condiciones en una zona económica más amplia. Este acceso remoto, unido al desarrollo de Internet, está generando crecimientos muy significativos de los denominados *brokers on-line*, ya que con inversiones relativamente reducidas se consigue una expansión geográfica y de producto muy amplia. Por su parte, la internacionalización de las empresas emisoras facilita su acceso a mercados nacionales distintos y, consecuentemente, estimula la competencia y dificulta el mantenimiento del poder de mercado que confiere la existencia de una cierta segmentación geográfica de los centros de negociación.

El tratamiento fiscal de los activos financieros, por el contrario, sigue suponiendo en la actualidad una de las barreras más claras para la plena integración de los mercados de renta variable del área. Como se ha podido observar a lo largo de los últimos años, el logro de mayores cotas de armonización fiscal en el ámbito de la UE es muy complicado, ya que para aprobar cualquier normativa comunitaria, ya sea directiva o reglamento, se necesita la unanimidad de los Estados miembros. No obstante, se están realizando algunos progresos en el ámbito de la fiscalidad de rendimientos en forma de intereses, que, idealmente, deberían extenderse en el futuro al resto de los rendimientos y las ganancias de capital generados por los instrumentos financieros. Así, existe un acuerdo para garantizar una imposición mínima sobre las rentas en forma de intereses en la UE, en el que se establece que los

(8) Véase García-Vaquero (1996).

CUADRO 4

**Activos gestionados por fondos de inversión
Valores fin de periodo**

mm de €

	1995	1998	1999	2000
ÁREA DEL EURO:				
Total	1.017	1.963	2.492	2.885
Acciones	152	481	859	1.146
Acciones (en %)	15	24	34	40
RESTO UE:				
Total	154	335	516	564
Acciones	127	248	394	408
Acciones (en %)	77	74	76	72
ESTADOS UNIDOS:				
Total	1.974	4.234	6.104	6.652
Acciones	780	2.150	3.384	3.436
Acciones (en %)	40	51	55	52

Fuentes: FEFSI y BCE.

Estados miembros realizarán una retención mínima a cuenta en origen o bien aceptarán el intercambio de información entre las administraciones tributarias nacionales. En todo caso, la puesta en práctica de este acuerdo parece revestir dificultades importantes, al menos en el corto plazo.

Por su parte, la persistencia de distintos sistemas y procedimientos de liquidación y compensación en los países de la UEM supone una barrera muy importante para la integración plena de los mercados de valores. Ciertamente, en este terreno se han iniciado diversos procesos de integración que se han desarrollado según dos modelos de concentración distintos que, de algún modo, pueden o bien coexistir, o bien converger en una etapa posterior del proceso de integración: interrelación entre sistemas y fusiones nacionales o paneuropeas.

Por último, no debe olvidarse que, tradicionalmente, las facilidades de acceso y los costes de información tanto para los emisores como para los intermediarios e inversores últimos han desempeñado un papel relevante en la explicación del sesgo nacional que históricamente ha caracterizado la composición de las carteras de los inversores. Aspectos como las diferencias en el idioma, la distinta «cultura financiera» de cada país y la proximidad física del cliente suponen barreras de entrada que dificultan una mayor integración de los mercados europeos. A ello habría que añadir las barreras que se pueden derivar de la aplicación, en algún caso, de un cierto sesgo proteccionista por

parte de las diferentes autoridades nacionales a la hora de autorizar fusiones y adquisiciones transfronterizas.

3. DESARROLLOS INSTITUCIONALES RECIENTES EN TORNO A LA INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS BURSÁTILES EN LA U.E.M.

Los aspectos comentados en el epígrafe anterior ofrecen un marco de referencia adecuado para contextualizar los desarrollos más recientes en el proceso de integración de los mercados de renta variable europeos. En particular, teniendo en consideración las economías de escala y de alcance que caracterizan a la industria de valores (9) y los beneficios potenciales derivados de un mayor grado de integración, se puede afirmar que el avance producido hasta ahora ha sido relativamente lento, si bien ha de tenerse en cuenta que se parte de una situación caracterizada por una notable fragmentación geográfica de la actividad financiera en Europa. En todo caso, los avances se están produciendo siguiendo un esquema que debe sortear un buen número de las barreras legislativas, institucionales y operativas, tal y como se ha señalado en la sección anterior.

En primer lugar, se ha procedido a la desmutualización de las bolsas de valores, lo que permite desvincular al accionista o socio de la sociedad rectora de la condición de miembro de un mercado regulado. Debido a problemas regulatorios, esta condición previa para la «privatización» de las bolsas no ha podido satisfacerse en un buen número de plazas europeas hasta muy recientemente. Ciertamente, mientras que la consideración de miembro de un mercado no tiene por qué exigir la participación accionarial en la sociedad propietaria de los sistemas de contratación o liquidación, es evidente que nuevos inversores podrían encontrar rentable ser accionistas del negocio de la intermediación de valores, que es, en definitiva, un segmento más de la industria de servicios de inversión. Las pioneras en esta desregulación institucional fueron las bolsas suecas, que permitieron a inversores institucionales, emisores e inversores privados ser accionistas de los *OM Gruppen* que gestionaban los sistemas de cotización, contratación y liquidación de valores suecos. Posteriormente, las bolsas británicas culminaron un proceso similar, tras superar un período de enfrentamiento entre los agentes de la Bolsa de Londres. Más re-

(9) Véase I. Hasan y M. Malkamäki (2000).

CUADRO 5

**Contratación de derivados en las bolsas
Valores nominales**

mm de €

	1997	1998	1999
OPCIONES SOBRE ACCIONES			
Área del euro	484	197	330
Resto UE	82	37	31
Estados Unidos	878	915	2.170
Japón	4	18	41
OPCIONES SOBRE ÍNDICES BURSÁTILES			
Índices nacionales área euro	1.722	1.598	2.049
Índices nacionales resto UE	585	440	525
Índices pan-europeos		7	150
Total Europa	2.307	2.045	2.724
Estados Unidos	6.813	5.631	7.724
Japón	659	548	729
FUTUROS SOBRE ÍNDICES BURSÁTILES			
Índices nacionales área euro	2.742	3.372	4.447
Índices nacionales resto UE	695	1.532	1.098
Índices pan-europeos		17	241
Total Europa	3.437	4.921	5.786
Estados Unidos	8.586	8.475	13.830
Japón	1.342	292	1.611
PRO MEMORIA:			
Contratación de derivados sobre bonos públicos en Europa, EEUU y Japón	52.000	53.000	52.000

Fuentes: FIBV, CBOE, LIFFE y BCE.

cientemente, las bolsas alemanas y las españolas procedieron a su desregulación. En nuestro caso, no se produjo la desmutualización hasta finales del año 2000, con la aprobación de la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos correspondientes a 2001.

Tras modificarse la normativa que regulaba la estructura de su propiedad, un número creciente de bolsas (o sociedades rectoras) han procedido a cotizar en los mercados de valores sus propias acciones. Esto parece obedecer a un doble objetivo: por un lado, distribuir su accionariado entre un abanico más amplio de inversores; y, por otro, propiciar una valoración más elevada de sus recursos propios ante la eventualidad de posibles concentraciones futuras con otras bolsas. Obviamente, una valoración que permitiera a las acciones de las bolsas cotizar por encima de sus valores contables haría posible una relación de canje más favorable, en una eventual fusión con otros mercados nacionales o internacionales. Hasta el momento, la Deutsche Börse, OM Gruppen y Euronext han salido ya a cotizar, mientras que la Bolsa

de Londres y la Bolsa de Milán planean hacerlo en un futuro inmediato.

En paralelo a este proceso de privatización, las distintas bolsas europeas han venido comercializando un número creciente de servicios con el objetivo de fidelizar aún más a su clientela y de aprovechar las economías de alcance de esta industria. En efecto, muchas bolsas europeas han abierto nuevos segmentos de negociación (como los Nuevos Mercados para empresas de crecimiento (10), el Latibex para empresas latinoamericanas o la negociación mayorista dirigida por precios), han creado nuevos índices bursátiles sectoriales y transnacionales y han ampliado los horarios de contratación.

Por otro lado, recientemente se ha procedido a dos integraciones internacionales alrededor de dos centrales depositarias europeas, con el ánimo de facilitar el registro y liquidación de valores localizados fuera del país de residencia del inversor. En

(10) Véase Blanco y García-Vaquero (2000).

CUADRO 6

**Mercados derivados *Over the counter* (OTC)
Posiciones abiertas al final del período**

mm de €

Instrumento/ Mercado	Valores nominales				Valores de mercado			
	DIC	DIC	JUN	DIC	DIC	DIC	JUN	DIC
	1998	1999	2000	2000	1998	1999	2000	2000
Contratos vinculados a acciones	1.275	1.801	1.743	2.014	202	357	306	308
En Estados Unidos	268	514	397	487	45	107	74	69
En Europa	861	1.035	1.082	1.319	141	213	198	211
de los cuales:								
<i>Forwards y swaps</i>	125	282	363	357	38	71	65	65
<i>En Estados Unidos</i>	48	103	117	134	17	36	22	26
<i>En Europa</i>	51	106	155	157	16	27	30	31
Opciones	1.150	1.520	1.380	1.656	165	287	241	244
<i>En Estados Unidos</i>	221	411	282	353	27	71	52	44
<i>En Europa</i>	811	930	926	1.162	124	186	168	180
PRO MEMORIA:								
Total derivados	68.838	87.797	98.099	101.396	2.769	2.800	2.692	3.387

Fuentes: BIS y BCE.

concreto, en 1999 se ha fusionado Cedel con el DAB, depositario central alemán de la Deutsche Börse Clearing, formando el grupo Clearstream International. Posteriormente, Euroclear se ha fusionado con los depositarios centrales de Francia, Bélgica, Holanda y el CBISSO del Banco de Irlanda, constituyendo el grupo Euroclear. Finalmente, el proceso de integración de los mercados de valores europeos ha dado un paso importante en septiembre de 2000 con la fusión de las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas, constituyendo una nueva bolsa, denominada Euronext.

En España, al igual que en Italia, se han desarrollado recientemente integraciones nacionales en torno a una única central depositaria. En este sentido, hay que destacar que se ha constituido la sociedad anónima Iberclear (11) con una aportación mayoritaria (55%) del Servicio de Compensación y Liquidación (en adelante, SCLV) y minoritaria (45%) del Banco de España, que pretende aglutinar en una central depositaria única el registro, compensación y liquidación de todos los valores negociables. En un primer momento, se liquidarán los valores incorporados en la Central de Anotaciones del Banco de España (CADE) y en el SCLV, aunque este proyecto está totalmente abierto a los sistemas de compensación y liquidación de ám-

(11) En la actualidad, Iberclear, S.A. está actuando como sociedad promotora.

bito autonómico, así como a MEFF, en cuanto sistema de liquidación del mercado de derivados. En julio de 2001, se produjo la unificación de la liquidación de la renta fija admitida en la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros (AIAF), en el SCLV y en el CADE, en torno a la plataforma técnica que gestiona la Central de Anotaciones del Banco de España. A lo largo del año 2002 se integrarán en esta plataforma los valores de renta fija que se negocian en las bolsas y cuya liquidación se realiza en el SCLV.

En el ámbito de la negociación, a finales del pasado año la AIAF (como mercado español de renta fija privada) tomó una participación importante (60%) en la plataforma de renta fija pública Senaf. A este *holding* se unió, más tarde, MEFF, tras haber completado el proceso de integración de la gestión de los derivados sobre renta fija y sobre renta variable en una única sociedad. En la actualidad, se está negociando la posible incorporación de las bolsas a este *holding*, que, accionarialmente, aglutina ya a los mercados de renta fija (pública y privada) y de derivados. Es asimismo razonable esperar que, relativamente pronto, sus acciones comiencen a cotizar en bolsa, lo que permitirá liberalizar la composición de su accionariado.

Así, el modelo de integración de los mercados financieros españoles avanza hacia la concentración de todos los mercados de valores regulados, así como de sus sistemas de compensación

y liquidación de valores. Esto supone un gran logro en el proceso de integración de mercados, que debe permitir mejorar la eficiencia operativa mediante la unificación de los distintos mercados de activos, aprovechando las economías de alcance de esta industria. No obstante, es preciso apuntar que este modelo necesita resolver al menos dos aspectos centrales. Por un lado, la integración operativa de las distintas plataformas de contratación, ya que la negociación de instrumentos derivados de opciones de MEFF se realiza según un modelo de dirigido por precios, mientras que la contratación de contado en las bolsas está dirigida por órdenes. Por otro, la organización institucional de los distintos mercados y su posible respuesta antes eventualidades como, por ejemplo, posibles avances adicionales hacia una mayor integración de los mercados de derivados en el ámbito europeo.

4. CONCLUSIONES Y PERSPECTIVAS

La mayor integración de los mercados de valores europeos es un proceso necesario para aprovechar las economías de escala y de alcance que presenta la industria de servicios financieros y dar respuesta a la demanda de un auténtico mercado financiero único en Europa. Sin embargo, los progresos han sido, hasta el momento, mayores en el ámbito de los mercados monetarios y de las plataformas de negociación de deuda pública que en el terreno de la renta variable. El creciente peso relativo de las acciones en las carteras de los inversores hace aún más apremiante la necesidad de un avance decidido en esta área.

Aunque la creación del euro y la internacionalización de los intermediarios financieros y las empresas emisoras están suponiendo un claro estímulo para un mayor grado de integración, aún son bastantes los factores que lo obstaculizan. Entre ellos, destacan la distinta fiscalidad de los instrumentos financieros, las diferencias en los procedimientos de compensación y liquidación de valores, en el idioma y en la cultura financiera de dichos países, así como, sobre todo, la existencia de un cierto proteccionismo de algunas autoridades nacionales sobre determinadas parcelas de su industria financiera, que explica la lenta y dispersa adaptación de la legislación comunitaria entre los países de la UE. La puesta en práctica de las recomendaciones del Informe Lamfalussy, a partir de las decisiones adoptadas en el Consejo Europeo de Estocolmo, podría suponer, sin embargo, un impulso de gran relevancia para la adopción de las modificaciones normativas que resultan precisas.

En este contexto, los avances se están produciendo lentamente y en torno a estrategias

diversas que, dependiendo de los casos, pasan por procesos de concentración o de interconexión de las plataformas de negociación, y los sistemas de liquidación y de compensación. Un desarrollo, en todo caso, muy relevante ha sido la reciente creación de Euronext, que supone la primera fusión institucional y operativa entre tres bolsas (París, Amsterdam y Bruselas) del área del euro. Esta iniciativa, si tiene éxito, podría suponer la creación de un primer núcleo de negociación y liquidación de acciones en torno al cual se incorporaran, en el futuro, otras plazas financieras.

En el caso español, los órganos rectores de los mercados españoles han adoptado una estrategia ambiciosa que pretende concentrar —patrimonialmente, primero, y operativamente, después— en una única sociedad todos los mercados de valores de contado y derivados, así como los sistemas de compensación y de liquidación. Con toda probabilidad, esta iniciativa contribuirá de modo notorio a incrementar la eficiencia con la que se prestan los servicios financieros en nuestro país, incrementando, así, la capacidad de nuestros mercados para competir en una industria llamada a experimentar una profunda reestructuración a nivel europeo.

18.10.2001.

BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J., FUENTES, I., PEÑALOSA, J. M. y RESTOY, F. (1999). *El mercado monetario español en la Unión Monetaria*, Servicio de Estudios, Estudios Económicos, nº 67, Banco de España.
- BLANCO, R. y GARCÍA-VAQUERO, V. (2000). «Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía», *Boletín económico*, Servicio de Estudios, Banco de España, mayo.
- ECB (2001). «The euro equity markets», Other publications of the European Central Bank, agosto.
- ECB (2001). «The euro bond markets», Other publications of the European Central Bank, julio.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1998). «Oportunidades y estrategias ante el mercado único de servicios de inversión», *Cuadernos de Información Económica*, Funcas, nº 131, febrero.
- GARCÍA-VAQUERO, V. (1996). «Los mercados de valores españoles ante el mercado y la moneda únicos: algunas implicaciones», *Boletín económico*, Servicio de Estudios, Banco de España, septiembre.
- HASAN, I. y MALKAMÄKI, M. (2000). «Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective», *Discussion Papers*, nº 20, Research Dept. Bank of Finland.
- RESTOY, F. (1999). *Los mercados financieros españoles ante la unión monetaria*, Documento de Trabajo nº 9910, Servicio de Estudios, Banco de España.

DIRECCIONES DE INTERNET DE INTERÉS

www.aiaf.es/: Mercado de renta fija privada de la Asociación de Intermediarios de Activos Financieros.

www.bde.es: Banco de España.

www.bolsa.bilbao.es: Bolsa de Bilbao.

www.bolsamadrid.es: Bolsa de Madrid.

www.bolsavalencia.es: Bolsa de Valencia.

www.bolsabcn.es: Bolsa de Barcelona.

www.ecsda.com: European Central Securities Depositories Association.

www.euronext.com: Sitio de la Bolsa Euronext.

www.fese.com: Federación Europea de Bolsas de Valores.

www.fibv.com: Federación Internacional de Mercados de Valores.

www.iberclear.com: Depositario Central de Valores.

www.iosco.org: Federación Internacional de Organismos de Supervisión de Valores.

www.meffrv.es/: Mercado español de instrumentos derivados MEFF.

www.sbolsas.es/: Sociedad de Bolsas.

www.sclv.es: Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.