Manuel Conthe Gutiérrez

PERSPECTIVAS DE LOS MERCADOS DE VALORES ESPAÑOLES

El artículo resume las dos grandes fases de reforma vividas en las últimas décadas por el mercado de valores español: el proceso de modernización que se inició a finales de los años ochenta con la Ley del Mercado de Valores; y la nueva oleada de cambios normativos que se produjeron con el nuevo siglo y han tenido por norte tanto preparar el proceso de integración financiera que la Unión Europea trazó mediante su Plan de Acción de Servicios Financieros, como responder a los escándalos financieros que se iniciaron en Estados Unidos con el caso Enron.

Palabras clave: *mercado de valores, instituciones de inversión colectiva, regulación, Directiva CE, CNMV, España.*
Clasificación JEL: *G13, G18, O52.*

1. Introducción

Una mirada retrospectiva sobre lo acaecido en los mercados de valores españoles en las dos últimas décadas permite vislumbrar dos grandes oleadas de reformas:

- La que, iniciada en 1987 en el mercado de la deuda pública con la creación de las «anotaciones en cuenta» y la creación en el Banco de España de una Central de Anotaciones, tuvo su continuación en la profunda reforma que la Ley del Mercado de Valores inició en los mercados bursátiles en 1988 y se desarrolló a lo largo de la década de los noventa.
- La que, iniciada a principios de siglo, tuvo por finalidad preparar a España para el proceso de integración financiera europeo impulsado por el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) y responder al rosario de escándalos financieros que el caso Enron inició en Estados Unidos en 2001. Sus primeros hitos fueron la integración de todos los mercados financieros —incluido en el de la deuda pública, hasta entonces albergado en el Banco de España— en un único grupo empresarial, la sociedad Bolsas y Mercados Españoles (BME); y la aprobación durante los años 2002 y 2003 de nuevas leyes —entre ellas, la llamada Ley de Transparencia— que reforzaron las obligaciones de información y buen gobierno de las sociedades cotizadas. Esta segunda oleada de reformas está todavía inconclusa, y deberá tener su reflejo en una gran reforma de la Ley del Mercado de Valores que la adapte a las nuevas Directivas comunitarias y, en especial, a la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MIFID).

2. La Ley del Mercado de Valores

La primera oleada de reformas —de las que fue principal arquitecto el tristemente fallecido Pedro Martínez Méndez, Director General del Tesoro y Política Financiera, primer Vicepresidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y reconocido experto fi-

nanciero— modernizó nuestro mercado de valores, basándolo en:

- La representación o materialización de los valores mediante anotaciones en cuenta, cuya llevanza se encomendó al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) en el ámbito bursátil y a la Central de Anotaciones del Banco de España en el caso de la deuda pública.
- La primacía de un sistema electrónico de cotización y contratación bursátil de ámbito nacional —el llamado Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) o «mercado continuo»—, que permitió la integración efectiva de las cuatros bolsas españolas (esto es, Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia).
- La sustitución del tradicional sistema de los Agentes de Cambio y Bolsa por otro basado en Sociedades y Agencias de Valores, configuradas como accionistas de las Sociedades Rectoras de los mercados bursátiles de que eran miembros.
- La creación de una Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) dotada de amplias facultades de supervisión, autonomía administrativa y estructura colegiada de gobierno, siguiendo en buena medida el modelo de la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos.

La configuración del mercado consagrada por la Ley del Mercado de Valores se mostró sólida y quedó afianzada mediante las múltiples normas reglamentarias que la desarrollaron (sobre emisiones de valores, ofertas públicas de adquisición, Sociedades Rectoras, Sistema de Compensación y Liquidación, sociedades y agencias de valores...), así como mediante otras leyes que introdujeron nuevas figuras no reguladas en la del Mercado de Valores (así, por ejemplo, la titulización de préstamos o la creación de fondos de inversión inmobiliarios).

Al calor de tales reformas se produjo un notable crecimiento de la actividad en los mercados de valores, al que no fueron ajenos el gran desarrollo de los fondos de inversión, la apelación masiva del Estado al Mercado de deuda pública, la privatización y salida a Bolsa de grandes paquetes accionariales en empresas públicas y, en fin, la llegada en tropel de la inversión extranjera, que adquirió un peso creciente en la contratación de valores españoles y dio pie también a la compra por bancos de inversión extranjeros de muchos intermediarios financieros no bancarios. Aunque las entidades de crédito españolas jugaron siempre un papel decisivo en la configuración y actividad de los mercados españoles, el exquisito cuidado de las autoridades económicas por no influir en la configuración de los nuevos mercados privados de renta fija y de derivados hizo nacer durante esta época un complejo mosaico de mercados, de suerte que, en paralelo a la Central de Anotaciones, se crearon el mercado de deuda privada de las Asociación de Intermediarios Financieros (AIAF) y los mercados de instrumentos derivados, primero de opciones y luego de futuros, que sitos en Madrid y Barcelona, se integraron en 1992 en el *holding* común MEFF, piezas todas que, años después, se integrarían en el grupo Bolsas y Mercados Españoles (BME).

Durante la década de los noventa, la Unión Europea aprobó nuevas Directivas con vistas a impulsar el Mercado Financiero Único. Entre ellas destacó, en el ámbito de los mercados de valores, la Directiva de Servicios de Inversión (DSI) de 1993 que, inspirada en los principios establecidos para las entidades de crédito por la Segunda Directiva Bancaria, consagró también para los intermediarios financieros no bancarios el principio de «pasaporte único» y «reconocimiento mutuo» de las autorizaciones otorgadas por cada Estado a los intermediarios financieros que tuvieran en él su sede principal. La experiencia mostró, sin embargo, que el efecto integrador de esa Directiva fue limitado. Y, aún más, que la introducción del euro en 1999 por la gran mayoría de los Estados miembros de la Unión Europea, aunque facilitó la integración de los mercados monetarios y, en menor medida, de los mercados de valores de renta fija en euros, no tuvo un efecto similar sobre otros mercados financieros, especialmente los bursátiles.

3. El Plan de Acción de Servicios Financieros

Esa constatación llevó a la aprobación por el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea de una Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), integrado por diversas medidas legislativas encaminadas a la eliminación de las barreras a la integración de los mercados, a la superación de los obstáculos a la prestación transfronteriza de servicios financieros y al fortalecimiento de las estructuras de supervisión.

En lo que atañe al procedimiento para la ejecución del PASF, se convino en que la Unión Europea debía adoptar un procedimiento legislativo más ágil. Y, a tal efecto, el Comité de Expertos que dirigió Alexander Lamfalussy propuso un nuevo enfoque que fue aceptado y se basa en los siguientes principios:

- Las Directivas y Reglamentos comunitarios quedan jerarquizadas en dos niveles: el primero (nivel 1) corresponde a aquellas disposiciones «marco» que seguirán siendo aprobadas, bajo el tradicional régimen de codecisión, por el Consejo de Ministros y el Parlamento Europeo; y el segundo (nivel 2) corresponde a aquellas Directivas o Reglamentos que desarrollan las de primer nivel y cuya aprobación corresponde a la Comisión Europea, con sujeción a un régimen de control por los Estados miembros que éstos ejercen a través del llamado Comité Europeo de Valores.
- La integración de los mercados financieros europeos y, en particular, la aplicación de las Directivas y Reglamentos que lo regulen no hará preciso, al menos de momento, la creación de nuevas instituciones de ámbito comunitario —a diferencia de lo ocurrido, por ejemplo, en el proceso de integración monetario, que llevó a la creación del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo (BCE)—, sino que descansará en las instituciones ya existentes.

En particular, los supervisores nacionales de los mercados de valores, integrados en un nuevo Comittee of European Securities Regulators (CESR), asesorarán a la Comisión Europea en la preparación de la legislación comunitaria sobre mercado de valores y, en especial, serán responsables de su aplicación e interpretación cotidiana de forma homogénea —actividad que el Comité Lamfalussy denominó de nivel 3—. Además, si algún Estado miembro no transpone las Directivas comunitarias o contraviene lo dispuesto en la legislación comunitaria, la Comisión Europea mantendrá su tradicional función de «guardiana de los Tratados» y podrá iniciar los correspondientes procedimientos de denuncia ante el Tribunal Europeo de Justicia —actividad represora que el Comité Lamfalussy denominó de nivel 4—.

La nervadura legislativa del PASF está formada por cuatro grandes Directivas de primer nivel —las de Transparencia, Abuso de Mercado, Folletos y Mercados de Instrumentos Financieros—, complementadas por un Reglamento que ha exigido a las sociedades cotizadas la utilización, a partir de 2005, de las llamadas Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los rasgos esenciales de tales disposiciones pueden resumirse así:

- La Directiva de Transparencia[1] regula y armoniza la información pública (cuentas anuales y semestrales, comunicación de hechos relevantes, etcétera) que deberán difundir semestralmente las sociedades cotizadas en mercados oficiales. Pretende, además de facilitar un flujo regular y estandarizado de información para los inversores, promover la creación de mecanismos de difusión que garanticen que la información sobre las sociedades cotizadas llegue a todos los inversores de la Unión Europea de forma rápida y homogénea, con independencia del país donde radiquen.

En el caso del mercado español, la Directiva no exigirá cambios profundos, pues las sociedades cotizadas españolas están ya sujetas a un régimen muy estricto de información financiera y la CNMV juega un papel destacado como mecanismo central de almacenamiento de esa información.

[1] Directiva 2004/109/CE, de 15 de diciembre, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre emisores.

• La Directiva de Abuso de Mercado[2] establece normas comunes contra la manipulación de cotizaciones y el abuso de información privilegiada. En particular, obliga a las sociedades cotizadas a establecer cautelas (por ejemplo, confección de listas de «iniciados») para evitar que nadie abuse de informaciones confidenciales que por motivos legítimos la sociedad no haya hecho públicas; obliga a establecer «murallas chinas» entre los distintos departamentos de las empresas de servicios de inversión con potencial conflicto de interés[3], y a que mantengan listas actualizadas de los valores sobre los que posean información privilegiada y personas que tuvieron acceso a ella; y obliga a los analistas financieros a mantener la igualdad de trato entre sus clientes, abstenerse de tomar posiciones en el valor que estén analizando y a revelar los posibles conflictos de interés que tengan sus casas de análisis con la empresa objeto de análisis.

Al igual que en el caso de la Directiva de Transparencia, el ordenamiento español recogió sus preceptos esenciales incluso antes de que la Directiva fuese publicada, incorporándolos a la llamada Ley Financiera[4].

• La Directiva de Folletos[5] regula el contenido de los folletos que los emisores de valores deben registrar y publicar cuando efectúan ofertas públicas o desean que sus valores sean admitidos a negociación en un mercado. Otorga «pasaporte comunitario» en toda la Unión Europea a los autorizados debidamente en cualquier Estado miembro. Además, aunque en el caso de acciones y otros valores participativos (por ejemplo, obligaciones convertibles) contempla que el registro del folleto se efectúe en el Estado donde la sociedad tiene su sede principal, en las emisiones de renta fija deja plena libertad de elección a los emisores para escoger el Estado en el que deseen registrarlas.

La norma ha tratado de lograr un equilibrio entre la información ofrecida al inversor, que debe ser lo más clara y precisa posible, y la máxima integración del mercado. Además de estandarizarse el formato y contenidos del folleto se han ampliado las excepciones a la obligación de publicar folleto y se ha admitido el inglés para su elaboración, con la excepción de una nota de síntesis de cada folleto, cuya publicación puede ser exigida en la lengua oficial del Estado de acogida.

La transposición de esta Directiva se efectuó por el Gobierno en marzo de 2005, cuando como parte del Plan de Dinamización de la Economía Española, aprobó el Real Decreto-Ley 5/2005[6]. La norma no sólo transpuso la Directiva, sino que incluyó otras medidas para facilitar y abaratar las emisiones de renta fija (así, suprimió la necesidad de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil de las emisiones cuyo folleto deba ser objeto de registro en la CNMV). Tales medidas se verán complementadas pronto por otras diseñadas al alimón entre el mercado de renta fija AIAF y la CNMV —como son la estandarización del texto de los folletos de emisión o el registro electrónico de los folletos de emisión—.

• La Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros o MIFID[7] que, llamada a sustituir y ampliar el régimen establecido en la Directiva de Servicios de Inversión, refuerza los requisitos organizativos y normas de conducta aplicables a las entidades que prestan servicios de inversión —entre ellas, las dirigidas a regular los conflictos de interés y las normas de protección de los inversores— y consagra la libre competencia entre las formas alternativas de organización de los mercados fi-

[2] Directiva 2003/6/CE, de 28 de enero, sobre operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado.

[3] Específicamente deben separarse estas tres áreas: la que gestiona la cartera de valores propia de la entidad, la que gestiona la cartera de clientes y el área de análisis de inversiones.

[4] Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

[5] Directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre, sobre el folleto informativo que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.

[6] Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

[7] Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, de mercados de Instrumentos financieros, que sustituye a la Directiva de Servicios de Inversión.

nancieros. La Directiva contempla tres modalidades alternativas de organización del mercado de un valor o instrumento financiero: los mercados oficiales o, en la terminología de la Directiva, regulados, aquellos que establecen requisitos para la admisión de valores a negociación y, con frecuencia, están basados —como ocurre con las Bolsas españolas— en un sistema centralizado de negociación basado en la concentración y case de órdenes de compra y venta; los sistemas multilaterales de negociación que, similares a los regulados en lo relativo a la existencia de un mecanismo o plataforma centralizada de negociación, no tienen establecidos requisitos de admisión de valores; y, finalmente, los mercados descentralizados, basados en la actividad de compra y venta de valores por intermediarios financieros que, en vez de trasmitir a un mercado centralizado las órdenes de sus clientes, las internalizan tomando posiciones por cuenta propia.

4. Otras reformas

Como parte del esfuerzo por modernizar el marco normativo del mercado español de valores y adaptarlo a las tendencias imperantes en la Unión Europea, en el año 2003 se aprobó la nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, que entró en vigor en febrero de 2004 y deberá ser desarrollada mediante un Reglamento cuya aprobación está prevista para el otoño de 2005. La nueva normativa permitirá la aparición en España de los llamados «fondos de gestión alternativa» o *hedge funds,* así como la creación de fondos de inversión «por compartimentos» —que podrán diferir en el nivel de comisiones, la inversión mínima, la divisa de denominación u otros aspectos—. También hará posible la aparición de fondos de inversión cotizados (*exchange-traded funds*). Flexibilizará otros aspectos del régimen de inversión de las sociedades y fondos de inversión, como el porcentaje que podrán invertir en otras instituciones de inversión colectiva, en depósitos a menos de 12 meses o en instrumentos del mercado monetario no cotizados.

Como se indicó más arriba, esta segunda oleada de reformas que vivió el mercado español de valores desde principios del nuevo siglo no sólo respondió al proceso de integración financiera en la Unión Europea. También lo hizo a los graves escándalos financieros que se iniciaron en Estados Unidos a finales de 2001 con el caso Enron, tuvieron su reflejo en aquel país el verano del año siguiente en la aprobación de la Ley Sarbanes-Oxley, y llevaron a muchos otros países —entre ellos, España— a adoptar nuevas medidas para fortalecer la independencia de los auditores, acrecentar la información pública suministrada por las sociedades cotizadas y fomentar su buen gobierno. De las varias normas españolas encaminadas a ese fin, destacó la llamada Ley de Transparencia, que obligó a las sociedades a hacer público anualmente un Informe de Gobierno Corporativo, estableció un régimen obligatorio de publicidad para nuevos pactos parasociales entre accionistas y reforzó las obligaciones de publicidad sobre operaciones entre partes vinculadas (esto es, transacciones realizadas entre una empresa y sus directivos, consejeros, accionistas de control o personas vinculadas con ellos). Esas exigencias legales fueron luego desarrolladas por sus correspondientes normas reglamentarias[8-9].

5. Perspectivas y desafíos

El mercado español de valores ha experimentado una extraordinaria transformación y desarrollo en las últimas décadas. La capitalización del mercado bursátil

[8] ORDEN EHA/3050/2004, de 15 de septiembre, sobre la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales; y Circular 1/2005, de 1 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores.

[9] Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.

excede ya del 70 por 100 del PIB, lo que otorga a nuestro mercado uno de los mayores tamaños relativos de Europa. El desarrollo de los fondos de inversión y, en menor medida, de los fondos de pensiones ha sido notable. La titulización de préstamos —especialmente de los hipotecarios— ha crecido vertiginosamente, y ha permitido a las entidades de crédito refinanciar la febril actividad crediticia que han venido manteniendo en los últimos años. Los avances en materia de información y buen gobierno de las sociedades cotizadas han sido destacables.

Pero el mercado español de valores se enfrenta a varios retos. Sin pretender ser exhaustivo, cabe señalar tres:

1. El volumen de capitalización del mercado bursátil español es, sin duda, significativo, pero el número de sociedades cotizadas no llega a 200, lo que revela la hegemonía de un número muy reducido de grandes valores —Telefónica, grandes bancos y eléctricas— que concentran el grueso de la negociación y la capitalización. La razón fundamental de ese hecho está en el gran peso de la empresa familiar y la pequeña empresa en el tejido empresarial, lo que limita el número de sociedades con vocación bursátil, dadas las implicaciones asociadas con la emisión de valores, tales como la potencial pérdida del control de la sociedad, la necesidad de mayor transparencia sobre la gestión, o los costes asociados a la publicación de información pública periódica. Por otro lado, los moderados tipos de interés y la facilidad para endeudarse se ha traducido en que durante el año 2005 no sólo fueran escasas las nuevas salidas a Bolsa, sino en que varias sociedades cotizadas de tamaño medio (Recoletos, Aldeasa...) dejaran de cotizar tras ofertas públicas de adquisición presentadas por grupos de entidades especializadas en «private equity» y financiadas mediante de deuda.

2. La industria española de fondos de inversión e instituciones de inversión colectiva deberá formularse un doble reto: de un lado, aprovechar las nuevas oportunidades que abrirá el Reglamento de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva y lograr que la mayor gama de instrumentos y mayor competencia entre gestoras se traduzca en una mejora para los partícipes e inversores, no en aumentos extraordinarios de la rentabilidad o comisiones de dichas gestoras; de otro lado, lograr que las entidades españolas no sean meros importadores de fondos gestionados fuera de España, sino que comercialicen fuera de nuestras fronteras productos gestionados desde aquí.

3. El proceso de integración de los mercados europeos de valores redundará en ventajas tanto para los ahorradores españoles, como para las empresas españolas que se financian en él. Pero será también un constante desafío para cuantas instituciones —ya sean intermediarios financieros, Bolsas y mercados, o instituciones supervisoras— configuran el mercado español.

En efecto, el amplio elenco de reformas legislativas contenidas en el Plan de Acción de Servicios Financieros contribuirá a la efectiva integración de los mercados de capitales en la Unión Europea y, de modo especial, a acrecentar la competencia entre mercados y plazas financieras. Exigirá para España un renovado esfuerzo legislativo, que entrañará una nueva y profunda reforma de la Ley del Mercado de Valores, especialmente para transponer lo dispuesto en la Directiva MIFID.

Aunque el efecto global del Plan de Acción será, sin duda, favorable, el proceso de integración financiera en la Unión Europea se enfrenta todavía a varias limitaciones, entre las que cabe destacar las siguientes:

1. La existencia de una pluralidad de mercados nacionales sujetos a la supervisión de sus correspondientes autoridades nacionales exigirá una estrecha coordinación y colaboración entre tales autoridades nacionales, integradas en esa red paneuropea que, como se indicó, tiene su expresión en el Comité Europeo de Supervisores de Mercados de Valores (CESR). Ahora bien, ese régimen de cooperación se enfrentará a algunas dificultades:

— Las autoridades de algunos mercados financieros pudieran sentir la tentación de aplicar con más benignidad o flexibilidad ciertas reglas (por ejemplo el grado de detalle de la información que los emisores de valores

tendrán que incluir en los folletos de emisión), a fin de atraer negocio hacia sus respectivos mercados financieros. Para prevenir ese riesgo de «arbitraje regulatorio» será preciso un estrecho contacto entre autoridades nacionales, así como el establecimiento de un ágil proceso de mediación en caso de disputa entre ellas.

— No todas las autoridades nacionales de supervisión de mercados de valores tienen las mismas responsabilidades: varias de ellas carecen de competencia, por ejemplo, en materia de ofertas públicas de adquisición o de control de la información financiera publicada regularmente por las sociedades cotizadas; y algunas están sujetas a cortapisas para intercambiar información y colaborar con otras autoridades nacionales. En consecuencia, la falta de plena homogeneidad en las atribuciones de las Comisiones de Valores o autoridades supervisoras podrá limitar su capacidad para colaborar entre sí.

— La armonización legislativa impulsada por las Directivas integradas en el Plan de Acción no ha incluido el régimen sancionador aplicable por los Estados a las infracciones en el ámbito del mercado de valores, al entenderse tradicionalmente que esas facultades punitivas —especialmente cuando tienen su asiento en las normas penales— constituyen parte del núcleo esencial de la soberanía nacional y han quedado al margen del proceso de integración europea.

2. El principio de libre competencia entre los distintos mecanismos de negociación de un mismo valor (esto es, contratación centralizada en Bolsas, negociación en plataformas electrónicas, internalización por entidades financieras) podrá fragmentar la contratación del valor entre todos ellos y, con ello, dispersar también la información relativa a tales operaciones. De ahí que la Directiva MIFID contemple el establecimiento de mecanismos que integren dicha información, especialmente en lo que atañe a las transacciones efectuadas (*transaction reporting*). Pues bien, el establecimiento de tales mecanismos está todavía pendiente, y es previsible que dé origen a divergencias sobre qué alcance deberán tener, quién los deberá administrar, y quién pechará con el coste de su creación y mantenimiento.

3. En lo que atañe a las normas de contabilidad aplicables por las sociedades cotizadas, la aceptación por la Unión Europea de las NIIF supondrá, en principio, tanto una eficaz e inmediata armonización en el seno de la Unión, como la adopción por las compañías europeas de unos depurados estándares contables, de aplicación creciente en otras partes del mundo y, sobre todo, en proceso de «convergencia» con los vigentes en Estados Unidos. Ahora bien, la aplicación efectiva de las citadas normas desde principios de 2005 ha mitigado el inicial entusiasmo de quienes propugnaron en su día su adopción por la Unión Europea. Dos son, al menos, las dificultades constatadas:

— El carácter general de las NIIF —que enuncian principios, más que reglas detalladas de aplicación— y la capacidad de elección que otorgan con frecuencia a las empresas que deben aplicarlas viene suscitando no sólo dudas prácticas sobre cómo deban interpretarse, sino limitando también la comparabilidad de la información financiera proporcionada por empresas que hayan optado por criterios contables distintos.

— La amplitud que las NIIF otorgan al criterio de «valor razonable» (*fair value*) y de reflejo en la cuenta de pérdidas y ganancias de las plusvalías o minusvalías producidas por alteraciones en dicho valor hacen que los resultados contables en términos NIIF puedan ser presumiblemente más volátiles que los calculados con arreglo a reglas de contabilidad más tradicionales, que, basadas en reglas de prudencia dirigidas a proteger a los acreedores de las compañías, descansaban en un criterio más asimétrico, basado en provisionar de inmediato las plusvalías potenciales pero dejar ocultas las plusvalías latentes.

La integración financiera en la Unión Europea es ya muy visible en los mercados monetarios y en los de Deuda Pública, pero lo es bastante menos en el caso de la renta fija privada y, sobre todo, de los mercados de acciones y bursátiles. En el caso de estos últimos, se han producido, sin embargo, movimientos societarios,

alianzas y debates que guardan relación con una eventual intensificación de ese proceso. Así:

1. Desde hace años venimos asistiendo en la Unión Europea al proceso de «desmutualización» de las Bolsas, a tenor del cual las Bolsas dejan de ser organizaciones de carácter «cooperativo» —esto es, poseídas y controladas por quienes negocian en ella en calidad de miembro— y pasan a transformarse en sociedades mercantiles con ánimo de lucro, en las que los accionistas no son necesariamente los miembros que contratan en Bolsa[10]. Producida esa desmutualización inicial, el paso siguiente suele ser la salida a Bolsa de la entidad, como hicieron años atrás las grandes Bolsas europeas —con la excepción de la italiana— y efectuará previsiblemente en 2006 el grupo español «Bolsas y Mercados Españoles» (BME).

2. Los distintos mercados financieros han buscado expandirse e integrarse entre sí. Cabe al efecto distinguir dos grandes modelos:

— El modelo de «integración vertical» o de «silo», en el que se integran en un mismo grupo empresarial —normalmente de base nacional— tanto los mercados bursátiles donde se negocian acciones, como los mercados de derivados y las entidades especializadas en servicios de registro, compensación y liquidación de valores. Ejemplos señeros de este esquema son tanto el grupo alemán «Deutsche Börse», como los grupos español e italiano «Bolsas y Mercados Españoles» (BME) y «Borsa Italiana», respectivamente.

— El modelo de «integración horizontal», en el que varias Bolsas o centros de negociación nacionales se integran en un sistema transnacional. Ejemplo prototípico de este esquema es «Euronext», que integró a las antiguas Bolsas de París, Ámsterdam, Bélgica y Lisboa.

3. Durante 2005 se produjo un nuevo y fallido intento de integración: la frustrada adquisición de la Bolsa de Londres por el grupo alemán «Deutsche Börse». Con independencia de que el intento fracasara por otros motivos —entre ellos, la negativa de varios accionistas institucionales de la sociedad alemana a respaldar los planes de compra de su Director General—, llevó a que las autoridades del Reino Unido juzgaran potencialmente contrario a la libre competencia que un «silo vertical» como «Deutsche Börse» adquiriera la bolsa británica y, como consecuencia, permitiera ampliar su actividad en el mercado británica a «Clearstream», la sociedad de compensación y liquidación integrada en el grupo alemán.

- La Comisión Europea, tras haber encargado dos estudios —los llamados «Informes Giovannini»— sobre las barreras que, vinculadas a los sistemas nacionales de registro, compensación y liquidación, encarecen la contratación transfronteriza de valores, deberá decidir a principios de 2006 si completa el abanico de Directivas del Plan de Acción con otra nueva centrada en los sistemas de compensación y liquidación.

6. Conclusión

Los mercados de valores españoles se enfrentan a un período de mayor competencia, innovación financiera y cambio. Estoy seguro de que las autoridades económicas, la CNMV y cuantos agentes, entidades e instituciones configuramos ese mercado haremos frente a esos retos con profesionalidad, ilusión y eficacia.

[10] Como le gustaba señalar a Narciso de Paz —un gran especialista en Derecho cooperativo— cuando prestaba servicios como asesor jurídico en la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, el legislador español tenía una querencia tan inveterada hacia la figura de la sociedad anónima, que configuró las Sociedades Rectoras de las Bolsas españolas como sociedades anónimas, cuando su naturaleza se hubiera correspondido mejor con la de cooperativas.