

Los Mercados de Valores en relación a la Unión Económica y Monetaria Europea

D. Gerard Pfauwadel

Presidente de MA TIF

(Mercado a Plazo de Instrumentos Financieros)

Le doy las gracias, Sr. Presidente, por darme la oportunidad de expresar el punto de vista de la Bolsa de París sobre un tema tan importante e ineluctable, pero igualmente difícil de abordar como es la armonización de los mercados bursátiles europeos.

Mi primera observación sobre el tema propuesto esta tarde no destacará por su originalidad, sino que servirá para exponer que la armonización, independientemente de las reglamentaciones vigentes o futuras, ha comenzado ya. El mercado bursátil europeo es, al menos parcialmente, una realidad, y su evolución, profesional e institucional se confirma día a día.

Una vez expuesta esta evidencia, lo que debemos añadir y comprobar, es que este proceso de armonización sobrepasa, y con mucho, el marco de las bolsas, que concierne al conjunto de los mercados financieros. El mercado del eurodólar fue el primer ejemplo de un mercado verdaderamente europeo, y este primer ejemplo data de hace más de 20 años. La armonización europea se refiere, de hecho, al conjunto de los mercados financieros y bursátiles, sin excepción, distinguiéndose ambos en dos puntos esenciales:

-el primer elemento distintivo de los mercados bursátiles es la amplitud del camino a recorrer sobre la vía de la armonización. Son numerosas las diferencias entre los mercados bursátiles: en cuanto a las técnicas de negociación entre los mercados gobernados por los precios y los mercados gobernados por las órdenes; respecto a los modos de conservación, entre títulos vivos y títulos desmaterializados, entre títulos nominativos y títulos al portador; en relación a los métodos de reglamento de entrega; etc.

-el segundo elemento distintivo de los mercados bursátiles se refiere a que los mercados bursátiles no están simplemente comprometidos en una competición única, que les conduce sobre la vía de la armonización y la competencia, sino que los diferentes mercados bursátiles europeos están así mismo comprometidos en la competencia que opone a partir de ahora a los mercados reglamentados y los mercados de común acuerdo. El reto consiste, no sólo en hacer frente a la competencia de las otras bolsas, sino también en ofrecer a los intermediarios, a los emisores y a los inversores, un servicio de una calidad suficiente como para convencerles de que negocien en mercados reglamentados.

El ejemplo del mercado del eurodólar nos recuerda que la aparición de los mercados transnacionales no reglamentados no supone, necesariamente, la desaparición de los mercados nacionales tradicionales, aunque sí consecuencias sobre su estructura y modo de gestión.

Estas consecuencias pesan, a partir de ahora, sobre los mercados bursátiles, que las sufren, se adaptan y, a veces, intentan anticiparse. Una nueva arquitectura comienza a dibujarse: sin embargo, ¿será armonioso este bosquejo?

El problema es que la respuesta pertenece, sólo parcialmente, a los responsables de los mercados cuya respuesta, para preservar su porvenir propio y su porvenir común

frente a los mercados de común acuerdo, depende de la posibilidad de definir un marco reglamentario mínimo, de la posibilidad de poner en marcha una cooperación eficaz y de que responda a la demanda de los operadores.

LAS CARACTERISTICAS DEL FUTURO MARCO BURSÁTIL EUROPEO

La nueva arquitectura del mercado bursátil europeo: sus características se dibujan, sobre todo, en las estrategias de los diferentes participantes, y en el carácter cada vez más europeo de estas estrategias:

-Las grandes empresas necesitan financiación a una escala que sobrepasa, con mucho, la de su mercado nacional. Es el caso de la mayoría de las grandes empresas europeas, así como de importantes proyectos transnacionales como el Eurotúnel o Eurodisney;

-Igualmente, la mayor parte de los grandes intermediarios financieros internacionales actúan, cada vez más, directamente sobre cada mercado europeo, acentuando su actividad global en valores europeos y apoyándose en la liquidez del mercado central doméstico de cada valor negociado.

-Por último, los inversores internacionales desean, del mismo modo, optimizar la gestión de sus carteras de valores mobiliarios interviniendo directamente sobre cada mercado para beneficiar oportunidades de inversión, y diversificar sus riesgos.

La integración del mercado europeo de capitales responde, pues, a las necesidades del conjunto de sus participantes: ¿la consecuencia debe ser, por tanto, desembocar en la creación de un mercado bursátil europeo?, ¿en la construcción de una superbolsa única? En un futuro previsible, el marco bursátil europeo parece orientarse hacia un conjunto multipolar que refleja el vigor de los mercados nacionales.

Comprobamos, en efecto, que las plazas domésticas siguen siendo centros financieros bien estructurados que canalizan el ahorro local hacia las empresas, asegurando el desarrollo de una oferta completa de servicios terciarios y comprendiendo un gran número de intermediarios financieros nacionales o extranjeros. Es a este nivel de mercados nacionales donde se sitúa la liquidez de este último resorte. Sin su apoyo, mientras que el mercado central de referencia de cada valor, no es viable desarrollar, sobre bases sólidas, un mercado más global sobre valores europeos. Es difícil imaginar una «Europa bursátil» reducida a algunos grandes intermediarios internacionales, que operen en un mismo huso horario, por cuenta de algunos grandes inversores institucionales.

La integración progresiva de los mercados europeos está, de ahora en adelante, comprometida, y cualquier vuelta hacia atrás queda excluida. Esta integración se traducirá en dificultades para algunos de ellos, por la puesta en tela de juicio de situaciones consideradas como ya conseguidas ¿Debemos, por tanto, ver en estas dificultades, en estos enjuiciamientos, un proceso que progresiva pero ineludiblemente, conducirá a los operadores, o al menos a los más profesionales de entre éstos, a concentrar sus intervenciones sobre un mercado único en detrimento de todos los demás? Esta hipótesis no es la más probable ni la más deseable, y el ejemplo americano muestra que la competencia entre los mercados bursátiles sigue siendo un factor de estimulación, de progreso técnico y de reducción de costes, en tanto en cuanto esta competencia se ejerza en el interior de ciertas reglas comunes reconocidas y admitidas por el conjunto de los competidores.

LA ADAPTACIÓN DE LA REGLAMENTACIÓN BURSÁTIL EN EUROPA

En efecto, la interconexión de los mercados existentes, acompañada de la adopción de algunas reglas esenciales, sobre el modelo del sistema bursátil americano, tal como se consiguió a partir de 1975 bajo la dirección de la SEC, ha permitido respetar la diversidad de mercados y técnicas de negociación. De igual modo, las mínimas reglas comunes permitirán al conjunto bursátil multipolar que se dibuja hoy en Europa, funcionar respetando los principios de transparencia y de seguridad que deben seguir siendo la herencia de los mercados bursátiles. Así, se respetaría uno de los principios

expuestos por la Comisión de Comunidades Europeas: la creación de un mercado integrado que evite cualquier distorsión de las condiciones de la competencia.

En particular, hay dos principios esenciales a considerar, que merecen figurar en los proyectos de reglamentación europea:

-la existencia de bolsas como lugares organizados, garantes de la seguridad del proceso de intercambio de valores mobiliarios y de determinación de precios.

-la particularidad de las acciones, títulos sensibles que dan acceso al capital y al control de las empresas, y títulos cuya valorización no obedece a los mecanismos simples y matemáticos de las obligaciones y de todos los instrumentos que se incluyen en el vasto mercado fungible del dinero. Un título de capital no puede valorizarse tan mecánicamente como un título de crédito. Su evaluación requiere un conocimiento preciso de la situación financiera de su emisor, y la organización de su mercado implica una igualdad de información, reglas de funcionamiento cuya precisión necesita que sean explicitadas y cuya aplicación impone la presencia de una autoridad.

La evocación de estos dos principios explica la razón por la cual sería incongruente adoptar una Directiva relativa a la lucha contra *delitos de iniciados*, incluso considerar una Directiva sobre la reglamentación de las OPAs, y no adoptar los medios (transparencia de las negociaciones y respeto a la deontología bursátil) para ponerlos en práctica, lo que supone el reconocimiento de los mercados organizados con estándares que exigen protección de los inversores, tanto en lo que se refiere a los procedimientos de cotización, como a las condiciones de difusión de las informaciones bursátiles.

Es necesario entender que estas reflexiones no son la expresión de un proteccionismo exagerado, el grito de alarma de los mercados bursátiles asustados por la competencia: la bolsa de París está orgullosa de tener ya entre el 30 y 35% de sus transacciones efectuadas por sociedades de bolsa bajo control extranjero; la finalidad no es imponer un modelo específico de mercado, y los principios de transparencia y de seguridad anteriormente expuestos no ponen en tela de juicio los procedimientos nacionales de negociación vigentes en los principales países de la CEE. Está claro que nos situamos, cada vez más, en un contexto de competencia en el que el inversor *podrá elegir su mercado y su modo de negociación. Úl cuestión es que pueda hacerlo de manera explícita y con conocimiento de causa y que las dificultades encontradas, a lo largo del verano, en determinados mercados bursátiles, no pueden más que reforzar esta convicción y convencer de que el mero hecho de limitar las transacciones en el restringido círculo de los profesionales no puede bastar para resolver el problema expuesto.*

LOS PROYECTOS DE COOPERACIÓN EUROPEOS

Además de una reglamentación a nivel europeo, la segunda respuesta que las bolsas europeas pueden aportar a las preguntas que suscita la evolución actual de los mercados de valores mobiliarios, reside en las posibilidades de cooperación que se les abren. Tal cooperación puede constituir una respuesta eficaz, en tanto en cuanto se apoye sobre tres principios:

.sacar partido de la arquitectura multipolar del futuro mercado bursátil europeo y no basarse en el dominio de uno o varios de ellos;

.formalizar la existencia de un producto bursátil sintético, representativo de la potencia económica europea, constituido a partir de las mayores sociedades de Europa, líquido y accesible a los inversores;

.partir de lo existente, es decir, de la variedad de organizaciones bursátiles europeas, aplicando, según un proceso pragmático, los principios de delegación y de reconocimiento mutuo, que sirven de pilares a la construcción europea en los ámbitos financiero y bancario.

Todos tuvieron conocimiento del proyecto de Cotización Europea, puesto en marcha en abril de 1989 por Régis Rousselle. Todos tuvieron igualmente conocimiento del fracaso, en julio de 1991, del proyecto Euroquote de difusión de cotizaciones en tiempo real y de negociación simultánea con comparación de precios practicados en cada mercado local ¿Debemos, por tanto, deducir este primer fracaso a la imposibilidad de

toda cooperación europea eficaz? Ello significaría, probablemente, olvidar varias realidades que permanecen:

.significaría dejar de lado los proyectos Eurolist y Euroindex: Eurolist, constituido por empresas inscritas, por iniciativa propia, en una sección especial de la Cotización Oficial, beneficiado por un procedimiento simplificado de sus títulos y por la puesta en marcha coordinada de sus operaciones; Euroindex, índice europeo fundado sobre Eurolist, creado para dar una imagen de la evolución de la Cotización Europea y posibilitar las estrategias de arbitraje y de cobertura;

.supondría olvidar que estos dos proyectos han recibido una acogida particularmente favorable por parte de las empresas europeas consultadas, en el marco de un estudio dirigido por la Federación Europea de Bolsas de Valores, y cuyos resultados serán comunicados el mes próximo en el marco de la Asamblea General de Amsterdam;

.significaría olvidar que estos proyectos son viables económicamente y que responden a una espera difícilmente discutible, no sólo por los emisores sino también por los operadores e inversores, en particular americanos y asiáticos.

LA URGENCIA DE LA PUESTA EN PRÁCTICA DE UNA COOPERACIÓN EUROPEA

Una vez medido el alcance de los proyectos de cooperación europea, sería interesante tener en cuenta, por un momento, sin caer en un pesimismo exagerado, las consecuencias de una vacilación antes del comienzo efectivo de la cooperación entre las bolsas europeas ¿Qué pasaría? Las políticas agresivas de desarrollo conducirían a un endurecimiento de la competencia entre las bolsas europeas, entre los mercados de común acuerdo y los mercados reglamentados. Sólo unos pocos grandes mercados reglamentados sobrevivirían en Europa. Dicho esto sin temor por parte de la Bolsa de París, ya que ésta sería, sin ninguna duda, una entre ellos.

Comprobamos, en efecto, que, para el mercado bursátil francés, el marco europeo constituye, ya, una realidad cotidiana: es en la Bolsa de París donde cotizan el mayor número de sociedades de la Comunidad Europea. Estas sociedades europeas, al igual que las instituciones financieras extranjeras que tomaron participaciones en el 30% de las Sociedades de Bolsa francesas, han sido atraídas por la vitalidad del mercado, por la gama de servicios ofertados y por el número y la calidad de los inversores e intermediarios.

La Bolsa de París está dotada de uno de los sistemas de contratación más automatizados y seguros del mundo. Tratadas por el sistema electrónico CAC (Cotización Asistida en Continuo), las órdenes son enviadas a un mercado central que responde, en tiempo real, al precio instantáneo del mercado.

La difusión de información relativa a las negociaciones se efectúa a través de unos sistemas específicos: FIM, TOPV AL Y CHRONOV AL, que, conectados directamente a las máquinas de cotización, aseguran un mercado transparente, que proporciona los datos en tiempo real a profesionales y particulares.

Por último, la reglamentación y liquidación de los títulos negociados se aseguran por el sistema RELIT, cuyo auge continua. Este sistema permite la reglamentación/entrega de los títulos, de una manera automatizada, en un plazo de cinco días a contar desde la realización de la operación, lo que sitúa a Francia como uno de los países más rápidos en cuanto a liquidación de títulos.

Además, la modernización de nuestra arquitectura de mercado, conseguida en 1990 y 1991, dentro de un espíritu de mejora basado en el menor coste de la calidad de servicios que la Bolsa de París ofrece a sus socios, y la instauración del mercado nacional de valores mobiliarios el 24 de enero de 1991, hacen del mercado francés una red unificada a la que se puede acceder desde cualquier parte de Francia e incluso del extranjero. Esta red proporciona a los intermediarios, franceses o extranjeros, los medios para negociar con una mayor independencia técnica y una eficacia incrementada por la utilización de un sistema central más flexible y más abierto, que preserva la libertad de elección de sus condiciones técnicas de intervención en el mercado.

Sin embargo, aunque la Bolsa de París disponga de una herramienta financiera y bursátil moderna y completa, y afirme su dimensión internacional, es indiscutible que la

colaboración activa de las organizaciones bursátiles europeas es preferible a la actitud aislacionista tomada por algunas bolsas. Esta colaboración se convierte en algo urgente, puesto que grandes redes o grandes intermediarios internacionales están dispuestos a sacar provecho de las oportunidades ofrecidas por la ausencia de un proyecto colectivo de bolsas oficiales y a crear, de mutuo acuerdo, mercados que competirían con los mercados organizados, sin ofrecer a los inversores las mismas condiciones de transparencia e igualdad.

Cara a la competencia de los mercados internacionales no reglamentados, reservados a los profesionales de dimensión significativa, la ambición legítima de la Europa bursátil es la de responder a las necesidades de los emisores y de los inversores, construyendo un mercado bursátil a la vez estructurado y abierto, que respete la cultura y personalidad de las bolsas existentes, para conseguir un mercado de acuerdo con el nivel de potencia económica europea, como lo son, para sus respectivos países, los sistemas bursátiles americano y japonés.

La respuesta pertenece a las bolsas europeas y no debemos desesperarnos si ésta no es positiva.