



EL FUTURO DE LAS BOLSAS Y EL MERCADO LATINOAMERICANO DE VALORES

Conferencia de **Juan Fernández-Armesto**,
Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

I Foro Europeo de Empresas Latinoamericanas

organizado por la Bolsa de Madrid
Madrid, 29-10-99

Si reflexionamos mínimamente sobre cuál es el mayor factor de cambio en nuestra sociedad, creo que todos coincidiremos en que radica en la irrupción de la **competencia**.

Los gremios de artesanos que fijaban unos precios mínimos,
los colegios profesionales que les emulaban,
los fabricantes que se dividían los mercados,
las compañías de electricidad o telefonía que explotaban su monopolio,
los funcionarios que desatendían a los ciudadanos,
todos ellos vivían en un mundo cómodo, agradable, en el que la naturaleza o la convención habían excluido la competencia.

¡Cuán diferente es la situación hoy! No quedan ya parcelas en las que la competencia no nos exija a cada uno nuestro mejor esfuerzo. Esfuerzo para producir mejor y más barato, esfuerzo para servir mejor al cliente.

A nivel social, la competencia maximiza la creación de riqueza. A nivel individual, sin embargo, es un factor de tensión. Nos priva de seguridad y certeza. No nos permite relajarnos nunca, nos fuerza a luchar siempre por la excelencia. Quizá por eso, nunca una sociedad fue más rica, pero al mismo tiempo, ¡cuántos son incapaces de disfrutar plenamente de lo que han alcanzado!

Competencia y supervisión

El huracán de la competencia alcanza a todos. Incluidos los supervisores. Europa ha creado un mercado financiero único, combinado con quince sistemas de supervisión. Y los ciudadanos - los bancos, los intermediarios, los emisores - pueden arbitrar.

Pueden elegir libremente en qué país de la Unión crean su sede operativa, en qué país emiten sus valores, y en qué mercado los negocian. Un buen sistema de supervisión será un factor que atraerá negocio, y uno malo provocará su deslocalización.

En la CNMV somos muy conscientes de la situación. De nuestra obligación de ofrecer al mercado español una supervisión que le ayude a ser competitivo. Que combine sabiamente protección al inversor, con rigor y responsabilidad de los profesionales. Ni un puerto de arrebatacapas financiero, ni una intervención opresiva, que, bajo el pretexto de proteger al inversor, coarte el desarrollo del mercado.

El **mercado de valores latinoamericano**, con una estructura innovadora, casi diría revolucionaria, con amplias áreas de autorregulación, creo que es un buen ejemplo de adaptación a un mundo cambiante. De cómo el sistema de supervisión español es capaz de enfrentarse y resolver rápida y satisfactoriamente los retos de la competencia.

Competencia y bolsas

Si los supervisores nos sentimos sometidos a la presión de la competencia, las bolsas de valores están inmersas en un huracán de cambios, impulsados por la globalización de los mercados, la revolución de la tecnología y la irrupción de nuevos competidores.

¿Qué está ocurriendo, qué va a ocurrir en las bolsas a nivel mundial?

En primer lugar, las bolsas, los mercados de valores, están perdiendo sus últimos vestigios históricos de institución pública que goza de un monopolio en su territorio. La relación biunívoca bolsa-Estado nacional (cada Estado su bolsa, y una bolsa en cada Estado) está a punto de romperse. El proceso es análogo, y no muy diferente, al que está afectando a las compañías de teléfonos española, italiana, francesa o alemana. Y el símil es bueno: las bolsas son, pero serán aún más en el futuro, empresas de telecomunicaciones, de software y de tecnología.

Estamos viendo cómo nuevos competidores irrumpen en el ámbito tradicionalmente reservado a las bolsas. Son las redes electrónicas de comunicación y los sistemas alternativos de negociación. Son pequeñas empresas de alta tecnología, que utilizando los canales de internet, ofrecen los servicios tradicionales de las bolsas: recibir, canalizar y ejecutar órdenes de compraventa.

La reacción de las bolsas: “desmutualización”

Frente a estos retos competitivos, las bolsas no se han cruzado de brazos. Han reaccionado. Y lo han hecho reafirmando su independencia como empresas, reforzando los lazos y vínculos entre sí, buscando estructuras de cooperación.

Tradicionalmente las bolsas han sido empresas mutualistas, propiedad de sus miembros: los bancos y casas de bolsa. Su objetivo final no era maximizar su propio beneficio, sino facilitar a sus socios buenos servicios a buen precio.

Tradicionalmente, no surgían conflictos de interés entre las bolsas y sus accionistas: el miembro solo operaba a través de esa bolsa, y la bolsa no ofrecía servicios que pudieran competir con los ofrecidos por los miembros.

La irrupción de mercados alternativos y la revolución tecnológica han dado al traste con este modelo de leal cooperación.

Hoy, los conflictos de intereses presiden las relaciones entre bolsas, depositarios centrales e intermediarios financieros. Estos son propietarios de las bolsas y de sus competidores. Y las bolsas ofrecen - o son capaces de ofrecer - servicios de intermediación y depositaría en directa competencia con sus accionistas.

Este conflicto de interés está en la raíz de las recientes decisiones de la Bolsa de Londres y de la Bolsa de Nueva York, las principales del mundo. Decisión de abandonar una tradición de dos siglos y pasar de una estructura mutualista, a una estructura de empresa independiente, que a su vez cotiza en bolsa.

Estamos viendo el último paso en la transformación de las bolsas: de institución pública, propiedad de sus miembros, pasando por un mercado virtual electrónico aún en manos mutualistas, hasta convertirse en lo que creo que es el futuro:

- una empresa independiente, cotizada en bolsa;
- una empresa unida por múltiples vínculos con otros mercados y con entidades de compensación y liquidación;
- una empresa básicamente de tecnología y de internet;

- una empresa que ya no dispone de monopolio, sino que compite con otras muchas, ofreciendo servicios a empresas, inversores e intermediarios;
- servicios de captación y ejecución de órdenes, de generación y canalización de información, compensación y liquidación.

La oportunidad de crear una gran empresa española de mercado de valores

En este nuevo contexto, España tiene la oportunidad de crear una gran empresa de mercados de valores, que aglutine el negocio, la tecnología y el fondo de comercio que las bolsas, los mercados y los servicios de compensación españoles han ido acumulando en los últimos años. Es un bagaje que aglutinado e independiente nos permitirá competir a nivel internacional; separado y dividido en múltiples partes nos condenará, en el mejor de los casos, al provincialismo, pero quizá incluso a la desaparición.

La reacción de las bolsas: cooperación internacional

Las bolsas han reaccionado - están reaccionando - ante los retos competitivos, no solo reforzando su independencia, sino también reforzando su cooperación a nivel internacional.

El anuncio de una plataforma común europea de negociación y la creación de este mercado iberoamericano de valores, son buenos exponentes de este esfuerzo.

Hace pocos días ocho bolsas europeas han anunciado que en noviembre del 2000 tendrán en funcionamiento una plataforma común, en la que se negociarán los grandes valores europeos. La estructura recuerda mucho al mercado continuo español - ahora extendido a nivel europeo.

El mercado latinoamericano de valores

Y hoy celebramos aquí, en esta conferencia, el nacimiento del mercado latinoamericano de valores, fruto de la colaboración entre las bolsas de valores españolas, portuguesa y de varios países de la América Latina.

A lo largo de los dos días de seminario, habrán Vds. escuchado una extensa explicación sobre el funcionamiento del mercado, sobre las posibilidades que

abre a los intermediarios y las ventajas que ofrece a los emisores. No quiero incidir en estos aspectos, sino limitarme a resaltar tres características que a mí, como supervisor, me parecen más destacables:

(A) el reconocimiento mutuo entre mercados, (B) la estructura jurídica innovadora, (C) la autorregulación.

A) Reconocimiento mutuo

En muchos mercados financieros, cuando un emisor extranjero desea negociar sus valores, ha de pasar por las horcas claudinas de la normativa local: debe adaptar sus cuentas a los principios contables locales, debe cumplir las obligaciones de información en régimen de igualdad con los emisores locales, debe ajustar sus folletos y su comportamiento a las exigencias del lugar.

Las bases sobre las que se sustenta nuestro mercado latinoamericano son exactamente las opuestas: no hay desconfianza, sino confianza en la normativa y la supervisión del país de procedencia. Por ello el mercado español homologa y acepta los principios contables y normas bursátiles del país de origen. No exige un folleto para cotizar en el nuevo mercado, ni la adaptación de las cuentas a los principios generales de contabilidad, ni el sometimiento a las exigencias de información de la normativa española.

La información de la que dispondrán los inversores españoles será la misma que se haya publicado en la bolsa de origen. La bolsa española está comprometida a recogerla en el país de origen y facilitarla inmediata e íntegramente a los inversores, a través de un registro público accesible por internet.

El reconocimiento mutuo se extiende a los miembros del mercado. Está previsto que los miembros de las bolsas latinoamericanas puedan convertirse en miembros del mercado español. Y las propias bolsas latinoamericanas participan en la gerencia del mercado a través de un Comité de Coordinación.

El reconocimiento mutuo no implica que la norma española se desinhiba totalmente. Por un lado, el mercado, al estar localizado en España, se rige por las normas de conducta españolas. Todo inversor puede tener la seguridad que las prohibiciones de uso información privilegiada y de manipulación de cotizaciones de la normativa española, así como las capacidades de supervisión, investigación y sanción de la CNMV, son aplicables y están ahí para protegerle. Esta es la garantía de un mercado íntegro.

Por otro lado, si un emisor no se conforma con cotizar en el mercado latinoamericano, sino que decide apelar al ahorro en España y lanzar una OPV en nuestro mercado, la situación cambia: la CNMV tendrá que verificar el folleto correspondiente y la empresa ajustarse a las prácticas españolas.

B) Una estructura jurídica innovadora y flexible

La estructura jurídica del nuevo mercado es innovadora - si en el Derecho cupieran revoluciones, diría que es revolucionaria.

Tradicionalmente, los mercados de valores se crearon y regularon por normas - leyes, Decretos - que los convertían en mastodontes jurídicos, con una velocidad de reacción equiparable a la de los dinosaurios prehistóricos.

La reciente reforma de la LMV ha permitido que se creen mercados con una estructura mucho más flexible. Permite sistemas organizados de negociación. Su sustrato jurídico es un pacto entre los fundadores, su sistema normativo un Reglamento y diversas Circulares aprobadas por sus propios órganos, su estatuto administrativo una simple autorización del Gobierno a propuesta de la CNMV.

Hemos logrado así una estructura jurídica liviana; fácil de crear, fácil de modificar, que deja amplias avenidas a la autorregulación y a la asunción de responsabilidad por las bolsas y los miembros. Pero que deja en manos del supervisor un último veto, utilizable en casos excepcionales, si el mercado se desviara - y estoy seguro que eso nunca acaecerá - de la recta aplicación de los principios de transparencia, eficiencia e integridad.

C) Un mercado ampliamente autorregulado

Consecuencia lógica de lo que he expuesto, es que el mercado latinoamericano de valores no es una bolsa. No es un mercado oficial. No cuenta con los mismos niveles de supervisión directa de la CNMV que nuestras bolsas.

Las funciones de supervisión e inspección de la CNMV se circunscriben a garantizar un nivel mínimo de control que asegure el buen funcionamiento del mercado.

La Comisión será el segundo escalón en la supervisión de este mercado. La supervisión directa, las decisiones sobre admisión, suspensión y exclusión del valor, la garantía de que la información disponible será suficiente y de calidad contrastada, de que las cuentas arrojarán la imagen fiel de los emisores, todas

estas decisiones y responsabilidades corresponden al propio mercado. Nunca en España hemos tenido un mercado con tan amplios márgenes para la autorregulación.

Nuestros antecedentes históricos, no siempre positivos, han pesado a la hora de dotar de verdadera eficiencia al sistema de autorregulación del mercado latinoamericano. El nuevo mercado se ha dotado de un comité especial, con la específica misión de supervisarlos. Animo a sus miembros a que ejerzan sus funciones con tesón y dedicación. Defendiendo la transparencia y el buen funcionamiento del mercado, y exigiendo responsabilidades siempre que se topen con comportamientos incorrectos. Tengo confianza en su independencia y profesionalidad. Y ellos deben ser conscientes de la responsabilidad que asumen.

* * *

Con esto termino. En el pecho del Fausto de Goethe convivían malamente dos almas. Algo similar le pasa a un supervisor que contempla el nacimiento de un nuevo mercado, y más aún un mercado tan innovador como éste: se mezcla la satisfacción por su alumbramiento con la preocupación por su correcto funcionamiento.

Estoy convencido que, con la ayuda de las bolsas españolas y latinoamericanas, de todos sus miembros y de todos los emisores, a medida que pase el tiempo, se disiparán las preocupaciones y se asentarán las virtudes del nuevo mercado. Y éste cumplirá satisfactoriamente su doble significado: acercar a las empresas de esos países una nueva fuente de financiación, y abrir a los inversores españoles y europeos un mercado eficiente, transparente e íntegro.