

La desmutualización de las bolsas

(Palabras de presentación a la mesa redonda:

Estructura de los mercados financieros españoles)

Fernando Zunzunegui,
Universidad Carlos III

Introducción¹

La reciente crisis de los mercados financieros provoca que nos preocupemos más de la evolución diaria de las cotizaciones que de las disquisiciones teóricas sobre la estructura de las bolsas. No obstante, hay señales tan claras de que algo está cambiando en la estructura del mercado que se impone una breve reflexión. Las bolsas llegan a alianzas, comportándose como si fueran empresas. De hecho concurren unas con otras en la prestación de un mismo tipo de servicios. Les surgen incluso nuevos competidores. Las sociedades de valores promueven sistemas alternativos de negociación que compiten abiertamente con las bolsas.

I. Las bolsas como empresas

Pero ¿Qué son las Bolsas? Las bolsas, hoy día, son empresas dedicadas a la organización y gestión de un mercado de valores.

Es un hecho que actualmente los mercados de valores están gestionados por sociedades comerciales. El modelo institucional, en el que las bolsas eran organismos de Derecho público, ha sido sustituido por un modelo empresarial, en el que las bolsas son empresas que prestan servicios de contratación. Tras su privatización, adoptan la forma de sociedades anónimas abiertas, cuyas acciones pueden llegar a cotizar en el mercado que ellas mismas gestionan. Y aunque no coticen, se les puede aplicar el estatuto de las sociedades anónimas cotizadas.

El modelo empresarial al que tiende la arquitectura de las bolsas, supone la transformación de las organizaciones corporativas que han venido gestionando los mercados en sociedades comerciales abiertas. Bajo este modelo, deja de condicionarse la incorporación como miembro del mercado a la

participación en el accionariado de la bolsa. Con la nueva estructura pueden ser accionistas de las bolsas, no sólo las entidades financieras miembros del mercado, sino también otras entidades como los emisores de valores e, incluso, terceros inversores.

Este tipo de bolsa «desmutualizada» tiene sus ventajas, pues permite eliminar algunos conflictos de interés que dificultaban la internacionalización de los mercados. Como tal se identifica al que puede surgir entre los miembros-accionistas, interesados en preservar el monopolio local sobre la negociación, y los mediadores no accionistas, que pretenden acceder al mercado por medio de terminales remotos.

La adopción del modelo empresarial supone aplicar a la «actividad de gestión de mercados de valores» las normas del Derecho de la competencia. Afirmación que puede tener consecuencias prácticas. Pues puede afectar tanto a las alianzas entre bolsas como a la fijación de los precios de los servicios de mercado. Así, en cuanto al primer aspecto, la interconexión entre mercados será lícita siempre que no llegue a constituir un abuso de posición dominante. Respecto del segundo, se prohíben las tarifas discriminatorias, como pueden ser aquellas que dan lugar a subsidios cruzados que, en beneficio de los grandes inversores, perjudican a los pequeños.

Las sociedades gestoras de mercados de valores así definidas cumplen funciones de dos tipos: las formales de organización del mercado y las materiales de prestación del servicio de mercado.

En relación con las funciones formales, las sociedades gestoras deben establecer las reglas de organización y funcionamiento del mercado, en un régimen de autorregulación. Este aspecto

organizativo es esencial para determinar el concepto de bolsa. Así lo ha considerado la Unión Europea al definir las bolsas como «mercados regulados». En este sentido, en España las sociedades de bolsa reciben el nombre de «sociedades rectoras».

Sin embargo, en España, los mercados siguen reconociéndose por su carácter «oficial». Las llamadas sociedades rectoras no han culminado su evolución hacia su consideración plena como empresas encargadas de la organización del mercado. Los Reglamentos de mercado siguen teniendo naturaleza administrativa, como el vetusto Reglamento de las Bolsas de 1967, que se publicó en desarrollo del Código de Comercio de 1885.

Por otro lado, en relación con el objeto material de las sociedades gestoras, hay que señalar que estas sociedades prestan principalmente servicios de cotización a los emisores, y servicios de contratación y liquidación a los miembros del mercado. También prestan servicios accesorios vinculados a los anteriores, entre los que destacan los de custodia o registro de los valores cotizados y los de información sobre las operaciones. Hay un objetivo común a la prestación de todos estos servicios: favorecer la realización de los cambios sobre instrumentos financieros. Por esta razón, cuando la especialización aconseja crear distintas empresas especializadas en la prestación de cada uno de estos servicios, se hace integrándolas en grupos de sociedades. De este modo se consiguen dos finalidades: de un lado, la prestación más eficaz de los servicios y, de otro, la mejor defensa de los intereses nacionales afectados por la globalización de los mercados. Ante esta situación los mercados de valores nacionales se protegen creando grupos de sociedades que integran los diversos servicios de mercado.

Otra novedad a la que se enfrentan las bolsas es el de la confusión de actividades. Los estudios realizados en otros países destacan la confluencia entre la «gestión de mercados de valores» y la «negociación de valores». Según queda reflejado en los informes de preparación de las reformas normativas del sistema estadounidense, la actividad de los sistemas alternativos de negociación realizada por determinadas sociedades de valores (*broker-dealer*), es difícil de distinguir de las realizadas por las bolsas tradicionales (*Exchanges*). Las últimas propuestas se orientan a una estructura flexible en la que el prestador de los servicios pueda optar entre registrarse como bolsa o como sociedad de valores. En el ámbito europeo, la

propuesta de modificación de la Directiva de Servicios de Inversión, identifica la actividad de «gestión de sistemas de negociación multilateral» como un nuevo servicio a prestar por las empresas de servicios de inversión [COM(2002) 625 final].

Hay otras cuestiones que también afectan a las bolsas. En la Unión Europea, la internacionalización de los mercados de valores se ve afectada por razones formales derivadas de la falta de armonización de la estructura de los mercados. Las directivas comunitarias han armonizado el comercio de valores (la prestación de servicios de inversión), pero no el mercado (la actividad de gestión de mercado de las bolsas).

II. El proceso de integración de los mercados españoles

En este ámbito de cambio e integración de los mercados financieros, se hacía necesaria una modernización de la estructura de los mercados de valores españoles que contemplase su completa privatización, abriendo al público el accionariado de las sociedades gestoras de las bolsas. Resultaba además conveniente integrar en un grupo el conjunto de sociedades que prestan servicios de mercado (sociedades rectoras de bolsa, servicio de compensación y liquidación de valores y sociedades rectoras de los mercados de derivados). Las plazas financieras españolas así agrupadas deberían recibir el apoyo de la Administración, mediante un adecuado programa de promoción destinado a favorecer la participación de los mercados españoles en las alianzas internacionales.

De este modo se podría avanzar en la coordinación ya iniciada en la contratación de valores cotizados en más de una bolsa a través de la Sociedad de Bolsas, filial común de las cuatro bolsas existentes.

Hay que destacar que en España el proceso integrador surge del propio sector, pues desde la Administración no ha existido una política definida destinada a fortalecer el mercado de valores nacional mediante una política comercial efectiva. Se han echado de menos proyectos como el francés (*Paris Europlace*) o el italiano (*Piazza Finanziaria Italiana*) con el fin de incentivar la internacionalización del mercado español.

En este sentido, de protagonismo del sector privado, el 15 de febrero de 2002 se procedió a la constitución ante notario de la compañía “Bolsas y Mercados Españoles, Holding de Mercados y

Sistemas Financieros, S.A.”, con el fin de adquirir la totalidad de las acciones de las sociedades que administran mercados de instrumentos financieros y sistemas de liquidación en España.

Dichas sociedades habían suscrito el 20 de junio de 2001 un protocolo de integración. Se previó entonces la agrupación en un holding de todos los mercados españoles, conservando su individualidad. De este modo, se pensaba superar la fragmentación del mercado, agrupando los mercados al contado y a plazo, y sus respectivos sistemas de compensación y liquidación.

Pero para hacer viable la agrupación de empresas gestoras de mercados en el nuevo holding, se hacía necesario modificar el sistema de la Ley del Mercado de Valores, en relación con la estructura de gestión de los mercados. En este sentido, la disposición adicional decimonovena de la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social, conocida como “Ley de Acompañamiento”, añadió una disposición adicional, la decimoséptima, a la Ley del Mercado de Valores. Esta nueva disposición adicional, autorizaba al Gobierno para dar el visto bueno a la iniciativa particular de crear una sociedad holding de las empresas que gestionan en España mercados de instrumentos financieros.

Por Acuerdo del Consejo de Ministros de 27 de septiembre de 2002 se autorizó la adquisición por parte de «Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A.», de la totalidad del capital de las sociedades que administran los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y los mercados secundarios españoles, previo informe favorable de las Comunidades Autónomas con competencias asumidas en esta materia en las que existen Bolsas de Valores (Cataluña, País Vasco y Comunidad Valenciana). De este modo se facilitaba la integración de los mercados españoles de instrumentos financieros, tanto de las Bolsas, mercados de renta fija privada, y de productos financieros derivados (en una integración horizontal), como de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores (en una integración vertical).

Según el Acuerdo del Consejo de Ministros la sociedad Holding quedaba sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sin bien el Banco de España debía seguir velando por el buen funcionamiento del Mercado de Deuda Pública.

A su vez, el Servicio de Defensa de la Competencia consideró que la creación del holding no obstaculizaba “el mantenimiento de la competencia efectiva en el mercado nacional”, proponiendo en su Informe número 246 de junio de 2002, no remitir el expediente al Tribunal de Defensa de la Competencia, entendiéndose que “la Administración no se opone a la operación de concentración notificada”. A esta conclusión se llega tras apreciar que las sociedades gestoras de mercados españoles “compiten con otras plazas y mercados europeos y americanos en la captación de inversores y de emisores”. Siguiendo al Asunto Eurex, según Comunicación de la Comisión Europea publicada en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas de 11 de agosto de 2000, el Informe del Servicio de Defensa de la Competencia distingue cuatro mercados de productos a tendiendo al tipo de servicios que prestan las sociedades gestoras: servicios a emisoras (mercado primario), servicios de negociación (mercado secundario), servicios de registro y liquidación, y servicios de información.

El 18 de junio de 2002, la sociedad holding aprobó, en junta general extraordinaria, una oferta general de canje de todas las acciones de las sociedades afectadas por la constitución del holding, así como la ampliación de capital correspondiente para atender la oferta de canje. En este proceso han participado las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, el subholding que agrupa a los mercados MEF (opciones y futuros financieros), AIAF (mayoristas de renta fija) y SENAF (sistema organizado de negociación de deuda pública), FC&M (derivados sobre mercancías) y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Para asegurar el buen gobierno del nuevo holding, la junta de accionistas de 25 de noviembre de 2002, ratificó la creación en el seno de su consejo de administración, además de una comisión ejecutiva, de comisiones de auditoría y de retribuciones, así como un comité de coordinación.

Según anuncian sus propios protagonistas, con la creación de la sociedad holding se pretende tener una sola voz en la negociación de alianzas y procesos de integración transfronterizos, sin crear susceptibilidades entre las sociedades que se agrupan. Es lo cierto que la nueva estructura del mercado de valores español facilita su internacionalización. Las alianzas con otros mercados se han convertido en complejos contratos multilaterales. Y con la creación de un grupo español de sociedades de mercado se

pueden ver simplificadas las negociaciones que tengan lugar con vistas a la integración en alianzas internacionales.

Por otro lado, se trata de una puesta en común de las participaciones en las sociedades que gestionan mercados en España. Se racionaliza así el control de los grupos bancarios sobre las empresas rectoras de los mercados de valores, proceso que se inició con la reforma bursátil de 1988. Asimismo, la presente reestructuración brinda al nuevo grupo la oportunidad de obtener recursos financieros apelando al ahorro del público. Por esta razón, está previsto que la nueva sociedad solicite su admisión a cotización en bolsa.

La sociedad holding, una vez autorizada por el Gobierno, se convirtió en un grupo de sociedades sometido a un régimen especial, distinto del previsto en el art. 48 de la Ley del Mercado de Valores para las sociedades rectoras de las bolsas. Según el nuevo estatuto, el Gobierno debía reglamentar las principales especialidades del régimen jurídico de la nueva sociedad holding. Por Decreto se debía determinar el régimen aplicable a las ofertas públicas de adquisición sobre acciones de la sociedad holding. También por Decreto se debían establecer las limitaciones de los derechos de quienes mantengan en la citada sociedad participaciones significativas y el régimen de publicidad de las mismas. Si embargo, no se fijaban los objetivos de la futura reglamentación. Tan solo se determinaba la necesidad de un desarrollo reglamentario. Se trataba por tanto de una habilitación en blanco: el Gobierno podía determinar incluso “cualquier aspecto que resulte necesario para la aplicación de la presente disposición [DA 17.^a LMV]”. Los límites serían los que marca la Constitución. Por ejemplo, el desarrollo reglamentario no podría ser utilizado para crear un monopolio, y establecer barreras de entrada, en relación con la actividad de gestión de mercados de valores en España. Desarrollos reglamentarios de este tipo, de carácter proteccionista, serían contrarios a la libertad de empresa y al principio de libre competencia que preside nuestra constitución económica (española y comunitaria).

Por los demás, estaba previsto que la Comisión Nacional del Mercado de Valores asumiera el carácter de organismo administrativo encargado del control de la sociedad holding de mercados. A esta autoridad le debía corresponder aprobar los estatutos de la sociedad y dar el visto bueno al nombramiento de sus altos cargos. También debía asumir la CNMV la potestad de

supervisión y, entendemos, de ejercicio de las facultades de intervención, de la citada sociedad.

Sin embargo, este proceso podría verse afectado por la derogación de la disposición que habilitaba la creación del holding y establecía su régimen jurídico. La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, introduce una nueva disposición adicional decimoséptima en lo que parece ser una derogación de la anterior que, introducida por la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, establecía, según hemos descrito, la posibilidad de crear en España una sociedad holding de las sociedades administradoras de mercados secundarios y de sistemas de liquidación de valores. Así lo ha entendido la CNMV, que, en la publicación en su página en internet del texto consolidado de la Ley del Mercado de Valores, no recoge la disposición que servía de base para la creación de la compañía holding de los mercados españoles.

Hay que advertir que la disposición derogatoria de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, no incluye la derogación de la disposición adicional decimoséptima de la Ley del Mercado de Valores, añadida por Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, por lo que podríamos considerar que ha existido un error en la numeración de la nueva disposición adicional añadida por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. Siguiendo tal planteamiento, la nueva disposición debería haber sido la decimoctava sin afectar a la norma que habilita la creación de la compañía holding de mercados estableciendo su régimen jurídico. Sin embargo, esta interpretación debe decaer, ya que en la corrección de errores de la Ley 44/2002, publicada en el BOE de 7 de febrero de 2003, no se ha incluido ninguna referencia a la disposición adicional decimoséptima, por lo que debemos considerar que la nueva disposición decimoséptima deroga a la anterior, y que por tanto, la sociedad holding ha quedado sin la base legal que facultó la autorización para su creación y funcionamiento.

Con estos problemas de mala técnica legislativa comienza su andadura la sociedad holding que agrupa a los mercados, de la que hay que esperar un fortalecimiento en la gestión de los mercados y una mejor posición negociadora ante la integración que se avecina.

¹ Se recogen a continuación las notas actualizadas del moderador de la Mesa Redonda “Estructura de los mercados financieros españoles”, que con la participación de D. Luis M.^a Cazorla, Catedrático de Derecho Financiero y Tributario de la Universidad Rey Juan Carlos, y de D. Juan José Toribio, Profesor del IESE, se celebró el lunes 8 de julio de

2002, en la Universidad de Oviedo, en las Jornadas sobre “Competencia y estrategias de competitividad en los mercados financieros españoles”, organizadas conjuntamente por el Instituto MEFF y la Universidad de Oviedo.