

DOCUMENTO

**EFFECTOS DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO
SOBRE LOS MERCADOS DE VALORES
Y LAS INSTITUCIONES QUE EN ELLOS OPERAN**

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Julio 1997

PRESENTACIÓN

1. *La creación de un espacio monetario común europeo con la introducción del euro va a suponer un cambio único en la historia de los países europeos. España aspira a formar parte del grupo de cabeza de la Unión Monetaria y de hecho las cifras de sus indicadores económicos proporcionan la certeza de que así será.*

Todos los sectores de la economía se verán afectados por la sustitución de la peseta por el euro, pero el sector financiero será el primer protagonista del cambio. La sustitución de las monedas nacionales por el euro implica la unificación de los mercados monetarios tanto por la eliminación de la barrera que supone el riesgo de cambio como por la aplicación de una política monetaria común.

El sistema financiero nacional verá cómo cambia el escenario en el que se desenvuelven sus tres funciones: proporcionar medios de pago, proporcionar instrumentos de crédito o financiación y proporcionar medios eficientes de cobertura de riesgo.

2. *Los mercados de valores españoles, en sus dos actividades: contratación y sistemas de compensación-liquidación y las entidades que en ellos operan, afrontan el horizonte de la Unión Europea con una doble perspectiva.*

- 2.1. *En el horizonte de medio plazo se han de plantear cuáles son las decisiones estratégicas necesarias para ganar, si no mantener, cuota de mercado. Dichas estrategias deben identificar fórmulas que contribuyan a la atracción del negocio financiero a España. Pueden abarcar diferentes iniciativas privadas, según la vocación de las entidades y los mercados: sustitución de activos con riesgo de desaparecer, aumento de la eficiencia de los mecanismos de contratación y de la seguridad de los sistemas de liquidación, especialización de las entidades en nichos de mercados o en servicios integrales a clientes, apertura hacia mercados, productos y clientela exterior y otras medidas que contribuyan a lograr ese fin.*

- 2.2. *Además de las posibles estrategias que las entidades adopten a medio plazo, en un horizonte relativamente próximo tendrán que abordar cambios operativos derivados de la sustitución de monedas. Será necesario adaptar la contabilidad de las empresas, redenominar el nominal de los activos, modificar los sistemas de contratación y liquidación para acoplar activos en euros, establecer mecanismos que aseguren la continuidad de los contratos y otros procesos que implican cambios informáticos, cuya planificación debe abordarse con anticipación suficiente. También se deben anticipar los cambios legales necesarios para que la sustitución de monedas se realice sin interrupción del negocio financiero, y clarificar temas contables y fiscales.*

3. *La comunidad financiera ya ha tomado distintas iniciativas para anticipar los efectos de la introducción del euro, y se han generalizado las discusiones sobre las mismas tanto en el ámbito privado de cada entidad, como en ámbitos de organismos consultivos, o de forma abierta, en conferencias y presentaciones. Así, el Banco de España participa desde hace algún tiempo en grupos de trabajo con bancos y cajas de ahorro, instituciones sobre las que recaerá principalmente el peso de la sustitución de monedas. También se han establecido comisiones para el estudio de la implantación del euro en las Administraciones Públicas a nivel ministerial e interministerial.*

4. *La CNMV no es ajena a los retos que supone la implantación del euro en los mercados de valores. Consciente de que su adopción requiere cambios importantes que deben ser conocidos, planificados y evaluados con anticipación, ha estimulado la formación de grupos de trabajo entre las instituciones enmarcadas en su ámbito de responsabilidad. Así, se han constituido mesas de trabajo en el sector privado, que han celebrado reuniones con regularidad desde finales de 1996. Los grupos de trabajo establecidos comprenden a: 1) los mercados organizados y sistemas de liquidación; 2) las sociedades y agencias de valores; 3) las instituciones de inversión colectiva. Cada grupo de trabajo ha decidido los temas a discutir y el calendario de sus reuniones.*

El presente documento recoge los resúmenes de las discusiones que sobre los distintos temas han realizado los grupos de trabajo. La CNMV quiere resaltar que este documento es el resultado del esfuerzo y de los puntos de vista del sector privado, al que le corresponde por lo tanto la autoría.

La participación de la CNMV en las discusiones responde a su obligación de conocer de forma directa las preocupaciones del sector. Con la publicación de este documento, la CNMV quiere que se difunda el estado de discusión de los distintos temas, que se generalicen los debates, para incrementar la percepción del importante cambio que se avecina.

Las discusiones sobre las implicaciones estratégicas y operativas, y los cambios a los que deberán enfrentarse los mercados y las instituciones todavía tienen un trecho por recorrer. Los grupos de trabajo seguirán manteniendo reuniones durante el resto del año 1997 y durante 1998. En algunos casos, los debates profundizarán en los temas ya tratados y que se recogen en este volumen, pero también se dará paso a nuevas discusiones. Entre las cuestiones que deberían abordarse se encuentran la estimación del coste derivado de la implantación del euro, y la especificación de los planes de adaptación al euro durante el período de transición. La CNMV volverá a recoger y publicar Los resultados de estos trabajos a finales de 1997 y a mediados de 1998.

La CNMV quiere dejar constancia del agradecimiento que todos deben a todas aquellas instituciones privadas que han participado en las discusiones y en la elaboración de los documentos.

Madrid, 15 de julio 1997
JUAN FERNÁNDEZ-ARMESTO

MESAS DE TRABAJO

Grupo de trabajo de *mercados organizados*

- Mesa 1: Denominación de los valores en euros
- Mesa 2: Sistemas de contratación
- Mesa 3: Sistemas de compensación y liquidación

En cada una de las mesas han aportado documentos y expresado comentarios y sugerencias: Sociedad de Bolsas, Bolsa de Madrid, Bolsa de Barcelona, Bolsa de Bilbao, Bolsa de Valencia. Servicio de Compensación y Liquidación, MEFF, AIAF, FC & M.

Grupo de trabajo de *sociedades y agencias de valores*

- Mesa 1: Operaciones, mercados y contabilidad
- Mesa 2: Documentación y relaciones con clientes
- Mesa 3: Implicaciones informáticas
- Mesa 4: Brokers
- Mesa 5: Estructura interna y cuestiones generales

Las entidades que han asistido a las mesas de trabajo y han colaborado han sido: AMMI, Finanduro SV, Renta 4 SVB, J.P. Morgan SVB, Bankers Trust SV, Mapfre SV, Merrill Lynch SVB, AB Asesores SVB, Fineco SVB, BSN SVB, GVC SVB, BBV Interactivos SVB, Eurosafei SVB, Multigestores AV, Maxwell y Espinosa AV, Gesmosa-GBI, Capital Markets AV, CIMD AV, Eurodeal AV, All Trading AV, Interdin AV, Ficambio AV, Asociación Española del Mercado de Valores.

Grupo de trabajo de *instituciones de inversión colectiva*

- Mesa 1: Aspectos operativos
- Mesa 2: Aspectos jurídicos
- Mesa 3: Aspectos económico-financieros

Las mesas de trabajo y el documento final ha sido elaborado por: INVERCO (asociación de instituciones de inversión colectiva y fondos de inversión).

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- *participaron en las reuniones de los Grupos de trabajo:* Alfredo Jiménez, Antonio Más, Ramiro Martínez-Pardo, Paulino García, José Manuel Alonso
- *contribuyeron a la elaboración de los documentos:* Antonio Moreno, José Manuel Portero, Cristina Carrillo
- *coordinó la organización y dirigió la publicación:* Nieves García Santos

ÍNDICE

Efectos de la introducción del euro en los mercados organizados

I. <i>Denominación de los valores en euros</i>	65
1. Marco de regulación	65
2. La decisión de redenominación	65
3. Redenominación de emisiones vivas	66
4. La instrumentación de la redenominación de los valores	66
4.1. En el caso de los valores de renta fija...	66
4.2. En el caso de las acciones	67
5. Posibilidad de abandonar el valor nominal en las acciones	67
6. Ámbitos normativos afectados	67
7. Régimen fiscal de la redenominación	68
8. Vías de simplificación legal	68
9. La conversión de las características de los contratos negociados en MEFF RF	68
10. Recomendaciones	69
II. <i>Sistemas de contratación en mercados regulados</i>	70
1. Escenario en los mercados de valores	70
2. El mercado bursátil de renta variable	70
2.1. Decisión de adoptar el euro	70
2.2. Unidades de contratación	70
2.3. Cálculo de los ticks	71
2.4. Valor nominal de las acciones	71
2.5. Formación de Índices	71
2.6. Formación del Índice Ibox	71
2.7. Negociación de otros valores que contratan en el SIB	71
2.8. Otros temas relacionados con la negociación de renta variable	72
3. El mercado bursátil de renta fija	72
3.1. Activos de renta fija con negociación precios ex-cupón	72
3.2. Activos de renta fija con negociación precios con cupón	72
3.3. Activos de renta fija con negociación por rentabilidad	72
3.4. Activos de deuda pública anotada	72
4. La negociación en AIAF, mercado de renta fija	73
4.1. Repercusiones del paso del euro en determinadas magnitudes	73
4.2. Sistemas de contratación en AIAF	73
5. Sistema de contratación en MEFF renta fija ..	73
6. Sistema de contratación en MEFF renta variable	73
7. Sistema de contratación en FC&M	74
8. Recomendaciones	74
III. <i>Sistemas de compensación y liquidación</i>	74
1. Marco general de la compensación y liquidación	74
2. Incidencia de la contratación	74
3. Servicio de Compensación y Liquidación de Valores	75
3.1. Tratamiento de los saldos pendientes de liquidar a finales de 1998	75

3.2. Liquidación de otros conceptos en el Servicio de Compensación y Liquidación	76
3.3. Servicio de Compensación y Liquidación: Régimen de garantías de la liquidación	76
3.4. Implicaciones en el SCL ante la entrada en vigor del TARGET	76
4. Espaclear. Compensación y liquidación de valores negociados en AIAF	77
5. MEFF renta fija/MEFF renta variable. Compensación y liquidación	77
5.1. Problemática del traspaso de las posiciones abiertas	77
5.2. Materialización de las garantías	77
5.3. Liquidaciones de pérdidas y ganancias realizadas a través del Banco de España	78
6. FC&M. Sistema de Compensación y Liquidación	78
7. Recomendaciones	78

Efectos de la introducción del euro en las sociedades y agencias de valores

A. IMPLICACIONES OPERATIVAS	79
I. <i>Implicaciones sobre la contabilidad</i>	79
1. Condicionantes externos	79
2. La contabilidad en euros frente a la opción multdivisa	79
3. Conversión de la contabilidad	79
4. Diferencias de cambio motivadas por el euro...	80
5. Presentación de las cuentas anuales	81
6. Remisión de información a organismos supervisores	81
7. Otros problemas de la implantación contable del euro	82
II. <i>Implicaciones del euro sobre la contratación y liquidación de las empresas de servicios de inversión</i>	82
1. Cotización de los mercados en euros	82
2. Redenominación de los valores	83
3. Aplicación de las tarifas de los mercados	83
4. Horarios de los mercados	83
III. <i>Impacto del euro en las relaciones con los clientes</i>	83
1. Las cuentas de efectivo	83
2. Aplicación de las tarifas	85
3. Relaciones contractuales	85
4. Información a los clientes	87
IV. <i>Implicaciones informáticas del euro</i>	88
1. Aspectos generales	88
2. Ubicación de los convertidores. Relaciones externas en euros	89
3. Series históricas de datos	89
4. Diseño de las bases de datos	89
5. Renovación de los códigos ISIN y redenominación de los valores nominales	90

6. Número de decimales de los procesos internos	90	3. Suscripciones y reembolsos	99
7. Costes y plazos de adaptación de los sistemas informáticos	90	3.1. Introducción	99
8. Coordinación de los agentes implicados y pruebas de funcionamiento	90	3.2. Las realizadas el 31 de diciembre de 1998 y el 1 de enero de 1999	99
V. <i>Implicaciones administrativas del euro</i>	90	3.3. Las realizadas durante el período transitorio	99
B. IMPLICACIONES ESTRATÉGICAS DE LA ADOPCIÓN DEL EURO	90	4. Liquidación de operaciones de valores	100
I. <i>Efectos sobre la competitividad de las empresas de servicios de inversión españolas</i>	91	4.1. Introducción	100
1. Entrada de nuevos competidores	91	4.2. Operaciones contratadas antes del 31 de diciembre de 1998 y liquidadas posteriormente	100
2. Desplazamiento de las plazas de contratación	91	4.3. Operaciones realizadas durante el período transitorio	100
3. Posibles demandas de los inversores	91	5. Continuidad de las series	101
4. Desaparición de líneas de negocios y productos	91	5.1. Introducción	101
5. El papel del análisis	92	5.2. Series peseta-euro, con transición el 1 de enero de 1999	101
II. <i>Implicaciones sobre la estructura interna de las empresas de servicios de inversión</i> ...	92	5.3. Series peseta-euro, con transición en una fecha cualquiera	101
1. Creación de «Comités Euro»	92	5.4. Series que mezclan varias monedas «in»	102
2. Formación del personal	92	6. Depositarios	102
3. Pruebas de funcionamiento	92	7. Organismos supervisores	102
4. Conclusiones	92	7.1. Necesidad de promulgar una norma ..	102
C. IMPLICACIONES PARA LA ACTIVIDAD DE MEDIACIÓN	93	7.2. Actuación de los organismos supervisores	102
I. <i>Representatividad de las conclusiones generales para los brokers</i>	93	8. Administraciones públicas	102
II. <i>Implicaciones operativas del euro para los brokers</i>	93	8.1. Comisión Interministerial y Comisiones Ministeriales	102
1. Implicaciones contables	93	8.2. Moneda a utilizar con las Administraciones Públicas	103
2. Implicaciones sobre la contratación y liquidación	93	9. Conclusiones principales	103
3. Implicaciones del sistema de liquidación en tiempo real (TARGET)	93	Anexo 1: Supuesto práctico del impacto del redondeo	104
4. Impacto en las relaciones con los clientes ...	94	Anexo 2: Supuesto práctico del cierre de contabilidad en pesetas y apertura en euros	104
5. Implicaciones informáticas	94	B. IMPLICACIONES JURÍDICAS	111
III. <i>Implicaciones estratégicas</i>	94	C. IMPLICACIONES ECONÓMICO-FINANCIERAS	112
Anexo 1: Ejemplo de información a un cliente	95	1. Marco general	112
Efectos de la introducción del euro en las instituciones de inversión colectiva		2. Consecuencias en las sociedades gestoras .	112
A. IMPLICACIONES OPERATIVAS	96	2.1. Expansión del mercado. Apertura a la competencia internacional	112
1. Cotización de las instituciones en euros	96	2.2. Barreras de entrada	112
1.1. Fecha de conversión	96	2.3. Modificación de las estrategias de marketing	113
1.2. Presentación de la información	96	2.4. Adaptación de la gestión	114
1.3. Cálculo del valor liquidativo en euros .	97	3. Consecuencias en las entidades comercializadoras	114
2. Aspectos contables	98	3.1. La actividad de las entidades comercializadoras en España	114
		3.2. La actividad de las entidades comercializadoras en el resto de países	114
		4. Consecuencias en las instituciones de inversión colectiva	114
		4.1. Consecuencias por tipo de Institución ..	115
		4.2. Consecuencias en la clasificación de las instituciones de inversión colectiva	116
		5. Recomendaciones	116

I. DENOMINACIÓN DE LOS VALORES EN EUROS

1. Marco de regulación

El marco jurídico del euro estará regulado, en un principio, en dos Reglamentos del Consejo: el primero, en relación a la continuidad de los contratos, tras la introducción del euro; y el segundo, relativo a la introducción y definición del euro.

En el Reglamento 1103/97 del Consejo, se establece que: *«la introducción del euro no producirá alteración alguna de los términos de los instrumentos jurídicos ni eximirá o excusará el cumplimiento de lo establecido en aquéllos, ni tampoco otorgará a las partes la facultad de alterarlo o darlos por terminados unilateralmente. Esta disposición se entiende sin perjuicio de todo aquello que las partes hayan podido acordar».*

En el Reglamento relativo a la introducción y definición del euro se indica que *«a partir del 1 de enero de 1999 la moneda de los Estados miembros participantes será el euro».* La sustitución se hará con arreglo al tipo de conversión, quedando definida la utilización del mismo, y las reglas de redondeo en el anterior Reglamento 1103. Durante el período transitorio se utilizará de forma indistinta el euro y las monedas nacionales, concretando los principios de equivalencia legal y de no obligación y no prohibición en el uso del euro.

En el artículo 8 del Reglamento relativo a la introducción y definición del euro además se especifica que los actos que deban ejecutarse en virtud de instrumentos jurídicos se harán en la moneda en que estén denominados estos últimos. Ello sin perjuicio de lo pactado por las partes. Por lo tanto, estos principios remiten a la intención de las partes y a los términos de las obligaciones asumidas para concretar si las mismas deben cumplirse en euros o en las respectivas monedas nacionales pactadas.

No obstante, estos principios se ven limitados por alguna actuación de las autoridades, que pueden redenominar en euros la deuda pública en circulación y además pueden permitir que los mercados regulados y los sistemas de compensación y liquidación cambien su unidad de cuenta a euros. Es decir, se permite que los Estados miembros puedan imponer el uso del euro en los mercados, aunque, en el punto 5 del artículo 8 del citado Reglamento se dice que *«los Estados participantes deberán atenerse al calendario establecido por la legislación comunitaria para adoptar disposiciones que impongan la utilización de la unidad euro distintas de las contempladas en el apartado 4»* (1).

(1) Que recoge la facultad de redenominar la deuda pública y el cambio de la unidad de cuenta de los procedimientos operativos de los mercados.

2. La decisión de redenominación

Con carácter general durante el período comprendido entre el 1 de enero de 1999 y el 1 de enero del 2002, los valores mobiliarios podrán estar denominados en euros o en monedas nacionales, con la única excepción de la deuda pública emitida a partir del 1 de enero de 1999, que estará denominada en euros.

Por lo mismo, la redenominación de los valores admitidos a negociación en Bolsa sólo será plenamente obligatoria el 1 de enero del 2002 y meramente potestativa durante el período comprendido entre el 1 de enero de 1999 y la apuntada fecha.

Los principios de «no compulsión» y «no prohibición» que inspiran las propuestas de regulación comunitaria pueden dificultar el avance en la dirección de la transformación necesaria de la denominación de las emisiones. Una cuestión que se debatió por el Grupo fue la posible postura que pudiera tomar el legislador, considerándose incluso la posibilidad de que la redenominación pudiera imponerse.

Se podrían considerar en teoría las siguientes posibilidades legales en torno a la citada redenominación:

- En primer lugar, la fórmula de menor intervención legal al respecto, que consistiría en conceder una total libertad a las entidades emisoras, de forma que fueran ellas las que decidieran en qué exacto momento procederán a redenominar sus valores en euros.
- En segundo lugar, la fórmula diametralmente opuesta, que consistiría en diseñar, con rango legal, un calendario que las entidades emisoras deberían seguir (2).
- Por último, una fórmula intermedia entre las anteriores, que, en atención a las especialidades de los mercados organizados de valores, habilitaría a las correspondientes instancias supervisoras (la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en sus ámbitos específicos, las Rectoras de los mercados y el Servicio de Compensación y Liquidación de valores) para establecer unas directrices sobre la forma y calendario de llevar a cabo esa redenominación (3).

(2) Conviene recordar que la sustitución de la voluntad social inicial para proceder a la modificación de la denominación de las emisiones (de manera que sea la Ley la que fije la nueva denominación desde un momento concreto independientemente de que así lo acuerde la sociedad), no es equiparable al caso de la transformación de títulos a anotaciones en cuenta, por cuanto la redenominación en euros debe ir acompañada de otro tipo de decisiones acerca de sus consecuencias y su forma de ejecución, circunstancias éstas que no parece fácil normalizar en una norma de actuación válida para todas las emisiones que negocian en mercados organizados.

(3) Recuérdense en ese sentido, a título de ejemplo, las previsiones incluidas en el Real decreto 116/1992-disposiciones transitorias segunda y tercera.

No obstante, el mencionado artículo 8(5) del citado Reglamento sobre la introducción del euro limita la capacidad de los Estados miembros para imponer la conversión al euro en supuestos distintos a la denominación de deuda o procedimientos operativos de los mercados. Por lo tanto, el único impulso que se podría considerar desde los poderes públicos sería el estímulo a que los emisores tomaran libremente tal decisión.

3. Redenominación de emisiones vivas

La redenominación podría referirse a los pagos de rendimientos y devolución del principal, o abarcar las características de la emisión. La redenominación de las emisiones podría adoptar múltiples formas sin que ninguna de ellas sea, a priori, mejor. Así una sociedad anónima puede optar, entre otras posibilidades, por:

1. Redenominar la emisión y alcanzar un valor nominal unitario en euros.
2. Cambiar el total de la emisión de renta fija o el total del capital por la cuantía más acercada en euros, con el correspondiente redondeo, pero sin referirse al valor unitario.

Ambas alternativas presentan aspectos susceptibles de discusión:

1. Redenominación, no sólo de la cifra global de capital social o de las emisiones de obligaciones, sino el valor nominal de cada uno de los correspondientes valores. Caben, a su vez, distintas alternativas:
 - a) convertir el *total* de la emisión de renta fija o el total del capital por euros, con el correspondiente redondeo y, posteriormente, dividir entre el número de valores para alcanzar el valor nominal de cada valor;
 - b) convertir el nominal *unitario* en pesetas por euros, con el correspondiente redondeo.
- El objetivo de dichas alternativas es obtener una redenominación del valor unitario del título, aunque debido a los redondeos, el resultado puede ser diferente según la vía de redenominación que se tome.
- c) cambiar el nominal unitario a un número entero a euros, con la modificación de la emisión. Esta alternativa implica además de la conversión a euros, una variación del valor nominal, por lo que se ha llamado «renominalización» de los valores.

El redondeo podría efectuarse estrictamente hasta obtener nominales unitarios con un número entero de euros, o hasta alcanzar un número redondo (p.e. un múltiplo de 5).

Habría una alternativa que consistiría en permitir que la redenominación en euros se refiriese a céntimos de euro, de modo que la redenominación no se refiriese, por ejemplo, a 3,54 euros, sino a 354 céntimos de euro.

2. Redenominación del importe total de los valores emitidos, pero no forzosamente de cada uno de estos últimos.

Estos valores seguirían obviamente representando una parte alícuota del capital de las correspondientes entida-

des emisoras o de la deuda de las correspondientes emisiones de obligaciones, de modo que podría conceptualmente hablarse de que tendrían un «nominal» equivalente a la expresión matemática de la parte del capital o de la emisión de obligaciones que simbolizarían.

Sin embargo, desde el punto jurídico, y dado que no recogerían una expresa mención a ese nominal unitario, serían valores «sin nominal» o, hablando con toda precisión, «valores sin expresión de valor nominal».

Esta posibilidad exigiría reformar la regulación que la vigente Ley de Sociedades Anónimas y disposiciones con ella concordantes en este punto dedican a los requisitos que deben reunir las acciones y el resto de los valores. Posteriormente se ahonda más en la cuestión.

Un dato que facilitaría la toma de esta decisión es el hecho de que todas las acciones admitidas a negociación en Bolsa están representadas mediante anotaciones en cuenta. Además, esta fórmula no afectaría a las estimaciones que se construyen sobre los precios reales que los valores en cuestión alcanzan en los mercados bursátiles.

Se puede señalar, por otra parte, una vía «indirecta» para alcanzar la modalidad comentada, que sería prescindir de mencionar, en la práctica, los importes nominales de los valores, sin proceder a modificar su regulación legal de carácter general. En este sentido, ha de recordarse que, frente al reflejo de los importes nominales en algunos medios de difusión —como es el caso de los Boletines de Cotización Oficial—, otros medios de singular importancia —como son los medios electrónicos— no recogen actualmente tales importes.

4. La instrumentación de la redenominación de los valores

4.1. En el caso de los valores de renta fija

La redenominación en euros exigiría el cumplimiento de los requisitos propios de la modificación de las características de una emisión de renta fija (acuerdos societarios: Junta General y Asambleas de Obligacionistas, elevación al público e inscripción en el Registro Mercantil y en el Registro de Anotaciones en Cuenta).

Dichos requisitos se harían necesarios tanto si se redenomina el importe total de las emisiones, si se extiende al valor nominal unitario de cada uno de los valores emitidos, o si se incluye un redondeo de nominales (4).

Debe señalarse que el cumplimiento de estos trámites conlleva tiempo, dedicación y gastos para las entidades. En este sentido cabe apuntar que respecto de las emisiones que se amortizan dentro del período transitorio podría ser lo más sencillo no redenominar, esperando simplemente a la cancelación de las emisiones.

No es descartable que transcurrido el período transito-

(4) Esas alternativas podrían decidirse por el emisor o podrían recomendarse por el mercado, por alguna asociación profesional o por la autoridad supervisora. Asimismo deberían establecerse con claridad los mecanismos de liquidación de los picos de efectivo resultantes. Dada la dificultad de redondeos que ampliasen las cantidades entregadas a las entidades emisoras, parece que la fórmula a seguir debiera ser, en su caso, una amortización parcial de las respectivas emisiones. El grupo de trabajo, sin embargo, no entró a analizar las distintas alternativas ni, por tanto, a recomendar ninguna de las mismas.

rio sean numerosas las emisiones que no hayan cumplimentado los referidos requisitos. En previsión de esta circunstancia convendría adoptar, desde el principio, alguna decisión acerca de las consecuencias de dicha inactividad. Dicha decisión puede abarcar desde no hacer nada (por considerar que transcurrido el período transitorio la transformación a euros tiene efectos «ex-lege»), hasta prever la exclusión de la negociación de la emisión. Cualquier solución, en principio, puede ser válida, pero deberá adoptarse una que impida la perpetuación de los incumplimientos de las entidades emisoras o que afecte negativamente a los derechos de los inversores (5).

4.2. En el caso de las acciones

Las sociedades emisoras pueden adaptar su capital a la denominación en euros, de varias formas. Cualquiera de ellas necesariamente conllevará un estudio tanto por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores como de las Bolsas y del propio Servicio como entidad encargada del registro contable. No parece que sea fácil una normalización de procedimientos en esta cuestión.

El reajuste del valor nominal de las acciones podría instrumentarse a través de alguno de los siguientes cauces:

- Una ampliación de capital hasta alcanzar la cifra exigida por la redenominación. No parecen existir excesivos problemas en lo que se refiere a la redenominación de la cifra total de los capitales sociales.
- Una reducción de capital por el importe sobrante después de efectuar una redenominación a unidades enteras en euros.

Es decir, cualquiera de las opciones para redenominar puede llevar una necesaria ampliación o reducción de capital, de mayor o menor cuantía que se articulará en la manera más adecuada a cada sociedad (ampliaciones con cargo a reservas, reducciones con devolución de aportaciones, reducciones con dotación de reserva indisponible, ampliación con desembolso...).

Por lo que se refiere a la redenominación del valor nominal unitario de las acciones, ambas vías pueden plantear serios problemas en el caso de acciones con nominales muy bajos. Además, algunas de estas opciones podría conllevar un canje de valores que, siendo uno por uno no presenta problemas, pero siendo de varios valores por otro número no coincidente, requiere articular los mecanismos necesarios para que los titulares de acciones puedan alcanzar posiciones exactas de canje.

Debe analizarse el régimen de publicidad que haya que dar, desde el organismo supervisor del mercado de valores, a estas modificaciones, y específicamente, si requerirán o no registro de folleto de modificación de valores en circulación, al amparo del artículo 27 del actual Real Decreto 291/92. Asimismo, la opción que implique emisión de nuevos valores podrá requerir el registro del correspondiente folleto informativo y la admisión a negociación de los nuevos valores.

(5) En este caso, la redenominación podría ser exclusivamente de los pagos de los rendimientos y de la amortización del principal. Dado que la peseta deja de existir, mantener emisiones denominadas en pesetas puede plantear problemas para los inversores. En particular, la conversión del pago la realizaría el propio emisor y por tanto no cabría una conversión por saldos totales mantenidos por el inversor, que siempre sería más favorable a éste al reducir los redondeos.

Cabe añadir que cualquier decisión que adopten las entidades emisoras deberá ser objeto de acuerdo por la Junta general, de elevación a público, de inscripción en el Registro Mercantil y de depósito de escrituras en el registro de anotaciones en cuenta y en la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y en las Bolsas donde los valores negocien.

5. Posibilidad de abandonar el valor nominal en las acciones

La adopción del euro como moneda ha originado la aparición de algunas propuestas tendentes a la unificación de los criterios de cotización de los valores en las diferentes bolsas europeas. Entre estas cuestiones se plantea la toma de las siguientes decisiones:

- Decisión acerca de la unificación de nominales de las acciones cotizadas. Puede considerarse deseable, pero, desde luego, requerirá una previsión legal específica.
- Decisión acerca de la desaparición del valor nominal de las acciones, para considerar las mismas sólo como una parte alícuota del capital. Introducir esta modificación en el Derecho español requeriría un estudio detenido del alcance de la decisión (¿se aplicaría a todas las sociedades mercantiles con acciones o sólo a las sociedades anónimas cotizadas?), de su justificación y de su bondad para servir a los objetivos que pueda entenderse que sirve (¿realmente unifica con otros mercados o la mayoría de las regulaciones europeas mantienen el valor nominal como referente?).

Desde luego, la trascendencia de la modificación parece que requiere que la misma encuentre fundamentos importantes que justifiquen las modificaciones que conllevaría (al menos en un primer análisis, los artículos 9, 47, 49 y 50 del Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas), buscando al tiempo los parámetros sustitutos del valor nominal para las diferentes utilidades que al mismo otorga dicho texto legal (límite por debajo del cual no se pueden emitir acciones o convertir obligaciones, criterio de identificación de diferentes series, criterios de asignación de derecho de voto y de derechos de suscripción preferente...).

Se trata, por tanto, de una modificación de importancia cuyo planteamiento requiere un detallado estudio separado de lo que son realmente consecuencias de la adopción del euro como moneda. No obstante, de considerarse adecuado, podría plantearse la cuestión en los foros correspondientes (Ministerio de Economía y Hacienda y Ministerio de Justicia).

6. Ámbitos normativos afectados

La redenominación afecta a los siguientes grupos normativos:

- La legislación societaria mercantil aplicable a las referidas entidades emisoras, encabezada por la Ley de Sociedades Anónimas.
- La específica legislación relativa a la emisión de los valores, en la que ocupa un lugar preferente el Real Decreto de emisiones y ofertas públicas de venta.

- La legislación relativa a la publicidad registral.
- La legislación relativa a los mercados de valores.

7. Régimen fiscal de la redenominación

En principio, la formalización de los acuerdos necesarios queda sometida al régimen general de imposición sobre actos jurídicos documentados o, en su caso, operaciones societarias, al tiempo que deberán ser satisfechos los correspondientes aranceles. La estimación de este coste dependerá de cada entidad emisora y, sobre todo, de la forma en que decida ejecutar la redenominación (ampliación de capital, reducción, simple agrupación o desglose de acciones...).

8. Vías de simplificación legal

Cualquiera de las vías por la que se optase para la redenominación podría exigir la introducción de las siguientes especialidades legales, que simplificarían los procesos de conversión:

- Un régimen especial para la adopción de los acuerdos societarios pertinentes. La especialidad podría incluso llegar a atribuir competencia al respecto a los Consejos de Administración, pero, en el caso de que se mantuviese en poder de las Juntas Generales, debería consistir, al menos, en simplificar los requisitos a seguir.
- Las oportunas previsiones singulares para que la ampliación de capital pudiese efectuarse total o parcialmente con cargo a reservas o para que la reducción diese lugar a ampliaciones o constituciones de reservas sujetas a un régimen «ad hoc».
- Las oportunas exenciones fiscales de esas ampliaciones y reducciones de capital.
- Un cauce especialmente flexible para permitir que los citados acuerdos societarios accediesen y quedasen inscritos en el Registro Mercantil, como podría ser la certificación de los acuerdos sociales con firmas legitimadas.
- Un especial y gratuito régimen para que la Comisión Nacional del Mercado de Valores registrase la modificación de las características de las acciones y valores en cuestión y, en su caso, de las nuevas acciones que se emitiesen.
- Un cauce «ad hoc» para que la modificación de los valores y acciones en cuestión quedase reflejada en la negociación bursátil (admisiones-exclusiones, ...).
- Un procedimiento simplificado para adecuar los registros contables del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y de sus entidades adheridas.

9. La conversión de las características de los contratos negociados en MEFF RF

La entrada de España en la Unión Monetaria Europea y la consecuente entrada en vigor del euro conllevará la necesidad de modificar las características de los contratos negociados en MEFF renta fija. En este sentido, pueden distinguirse dos aspectos: el lanzamiento de nuevos contratos y la modificación de contratos ya existentes.

a) Lanzamiento de nuevos contratos

Si bien no se ha tomado un acuerdo concreto al respecto, es previsible que si la conversión al euro se confirma, MEFF renta fija emita nuevos contratos de futuros y opciones sobre tipos de interés que tomen como subyacente la deuda pública que el Tesoro español pueda empezar a emitir en euros, o incluso en ecus con anterioridad a la entrada en vigor de la UME. En cualquier caso, el lanzamiento de dichos contratos sucederá en el tiempo a la decisión que las autoridades españolas puedan tomar en cuanto a las emisiones de deuda pública.

b) Modificación de contratos ya existentes

En cuanto a la modificación de contratos ya existentes, el problema puede plantearse al incoarse la cotización de vencimientos que tuvieran lugar en un período posterior a la conversión al euro. De hecho, este problema ya se ha planteado en los contratos Mibor'90 Plus y Mibor'360 Plus.

Aunque reglamentariamente puede ser ampliable a tres años, en la actualidad el abanico de vencimientos sujetos a negociación en los contratos Mibor Plus sólo alcanzan un período bienal, a la espera, por parte de MEFF renta fija, de un aumento de la liquidez a medida que nos desplazamos en la curva hacia el tipo de interés a tres años. Sin embargo, el intervalo de dos años que abarca la negociación en la actualidad, implica que el mismo día de la expiración del vencimiento marzo 97, el de marzo 99 se haya listado. En consecuencia, las condiciones generales de los contratos de futuros sobre Depósitos interbancarios de MEFF renta fija debían contemplar el muy probable escenario de que España sea miembro de la Unión Monetaria Europea en su constitución inicial (1-1-99), a fin de que esta posibilidad pudiera reflejarse adecuadamente en las expectativas de los que negocian estos instrumentos.

Para hacer ello posible, MEFF renta fija ya ha modificado, con la preceptiva aprobación de la CNMV, las condiciones generales de dichos contratos. La modificación ha consistido en añadir en el procedimiento de determinación del precio de liquidación al vencimiento la siguiente cautela:

«En el supuesto de que, en su momento (fuese el 1 de enero de 1999 o en fecha posterior), por pertenecer España a la Unión Monetaria Europea, el sistema de cobros y pagos interbancarios español se liquidara en euros y, en consecuencia, el tipo de interés para la liquidación de FRA's a tres meses calculado y publicado por el Banco de España tuviese como referencia el euro y no la peseta, la liquidación diaria al cierre de la sesión y la liquidación al vencimiento se efectuarían en euros. En caso de no cumplirse este supuesto, ambas liquidaciones continuarán llevándose a cabo en pesetas.»

De este modo, la situación prevista requiere, no solamente la pertenencia de España a la UME, el establecimiento de un tipo de cambio irrevocable entre el euro y la peseta, y la calificación de aquél como moneda de curso legal, aunque sea en convivencia con la peseta durante la tercera fase, sino que establece específicamente el requisito de que el sistema interbancario y sus referencias se expresen y liquiden en euros. Este requisito tiene un fundamento técnico relacionado con el mercado interbanca-

rio y la autoridad monetaria, y la finalidad concreta de homogeneizar los procedimientos con las liquidaciones de los FRA's hijos correspondientes.

De hecho, la modificación descrita no sólo contempla la entrada de España en la UME el 1 de enero de 1999, sino también cualquier fecha posterior, al igual que contempla, aunque no se mencione directamente, el caso de que España dejase de pertenecer a la UME después de haber entrado en ella, en aras de que todas las contingencias posibles hayan sido cubiertas reglamentariamente.

10. Recomendaciones

Las conclusiones de este grupo de trabajo se pueden resumir en los siguientes puntos:

1. Se recomienda que las nuevas emisiones se hagan en euros desde el inicio del período transitorio (1 de enero de 1999). Ello es especialmente válido en el caso de la renta fija privada; por una parte, se vería beneficiada de la «vis atractiva» de la deuda pública que estará denominada en euros; por otra parte las estrategias de inversión se enfrentarían a problemas a la hora de contratar renta fija privada en pesetas y deuda pública en euros.
2. Durante el período transitorio coexistirán emisiones denominadas en pesetas y emisiones en euros. Se pueden señalar las siguientes situaciones:
 - *Nuevas emisiones denominadas en euros:* Se contratarán y liquidarán en euros. Se incorporan al registro de anotaciones en cuenta directamente como emisiones en euros.
 - *Nuevas emisiones en pesetas, cuyo vencimiento tiene lugar antes del 1-7-2002:* Su problemática es la misma que las emisiones actualmente vivas que vencen entre el 1-1-1999 y el 1-1-2002. La propuesta que se hace es que estas emisiones no se redenominen; hay que destacar que no se ha considerado que todas las nuevas emisiones sean en euros exclusivamente. En todo caso, en las emisiones que se hagan en pesetas se ha considerado que sería conveniente que incorporaran una previsión sobre los efectos que la existencia del euro podría tener en la vida de la emisión y en la relación entre el emisor y los suscriptores.
 - *Nuevas emisiones en pesetas, cuyo vencimiento tenga lugar posteriormente al 1-7-2002:* La recomendación del grupo de trabajo es que las emisiones incorporen las condiciones que se aplicarán para la redenominación en euros, en especial las concernientes a las reglas de redondeo y al modo de aplicarlo.

Al margen de esto, no se considera que las emisiones deban cumplimentar ningún otro requisito formal.
3. Respecto a las emisiones de renta variable, se ha considerado la posibilidad de que se puedan realizar ampliaciones en capital en euros, aunque el capital social siga denominado en pesetas. Ello implicaría la existencia de series distintas en el

capital. Parece más conveniente que se aproveche el momento de adopción de un acuerdo de ampliación de capital denominado en euros para adoptar al tiempo los acuerdos correspondientes para la redenominación del total del capital.

4. Dado que la conversión en euros puede proporcionar cifras de valores nominales no enteras, se ha planteado la necesidad de realizar ampliaciones o reducciones de capitales. Una alternativa que supone modificaciones legales sería la de adoptar un sistema en el que las acciones se expresan como fracciones alícuotas del capital.
5. El grupo de trabajo no ha discutido sobre los distintos procedimientos técnicos de redenominación de valores. Sí se han llevado a cabo discusiones sobre las formalidades de tal redenominación, llegando a las siguientes conclusiones:
 - En el caso de emisiones de renta variable no parece necesario que se tenga que realizar un canje. Dada la representación de los valores bursátiles mediante anotaciones en cuenta, bastaría el depósito de la escritura pública en los distintos servicios de compensación y liquidación en donde se hiciera constar el cambio de nominal.
 - La necesidad de canje aparecería cuando la conversión de los valores a euros suponga un cambio en las características de los mismos. Si este cambio deriva de la conversión y del redondeo de decimales, no debería plantear ningún problema, aunque un proceso de canje implicaría la necesidad de un mercado de picos.
6. Por último deberá decidirse si se otorgan nuevos códigos ISIN a las nuevas denominaciones. A la vista de lo dispuesto en la Norma 3.^a, 1, A), d), de la circular 3/1992, de 8 de octubre de la CNMV, todas las emisiones vivas (tanto de acciones como de renta fija) deberán sufrir una reasignación de código ISIN.
7. Un tema que se discutió por el grupo de trabajo fue la capacidad de los emisores acerca de la decisión de la conversión al euro. La adopción de los correspondientes acuerdos sociales, la ejecución de los mismos y el cumplimiento de los trámites en los respectivos registros, permite entender que el proceso de redenominación va a ser prolongado en el tiempo.
8. Deberían preverse, desde un principio, las consecuencias de la falta de adaptación y establecer mecanismos de incentivo a las entidades emisoras y a los mercados para su adaptación al euro en una fase temprana del período transitorio.
9. Se comentó que aunque la decisión de cambio de moneda viene decidida por instancias superiores y es imperativa, no debería entenderse que se pueda llegar a hacer «de oficio» o de forma automática en el año 2002, desentendiéndose el emisor de los trámites pertinentes.
10. El emisor tiene la capacidad de decidir el momento de efectuar la conversión dentro del período transitorio, pero debería incentivarse que se reali-

zara de forma temprana. De hecho, podría considerarse la posibilidad de establecer la condición de la redenominación de los valores como requisito para la cotización en los mercados organizados, dada la capacidad de los Estados miembros para adoptar las medidas necesarias que permitan el cambio al euro en los mercados en los que se negocien, compensen y liquiden valores negociables.

11. En el caso de aprovecharse la conversión a euros para modificar los términos de la emisión, puede considerarse la oportunidad de modificar las características de los valores (las convenciones de mercado) para homologarse con los más comunes en Europa.
12. Una alternativa considerada para simplificar las conversiones de pesetas a euros ha sido la utilización del ECU para denominar las nuevas emisiones, dado que la conversión ECU/euro será 1/1. Sin embargo, esta sencillez aparente se complica si se considera que el emisor hasta la fecha del 1-1-1999 en que se produzca la equiparación 1/1 corre el riesgo de cambio por la cotización del ECU.

II. SISTEMAS DE CONTRATACIÓN EN MERCADOS REGULADOS

1. Escenario en los mercados de valores

Los principios normativos básicos sobre los que se asienta el inicio de la tercera fase de la UME son los de *continuidad de las contratos* y de *no obligación y no prohibición en el uso privado del euro*. La denominación de los valores negociables en euros, de igual modo, tampoco es obligatoria, salvo para las nuevas emisiones de deuda pública realizadas a partir del 1 de enero de 1999. La decisión de redenominación de valores privados o no en euros a lo largo del período transitorio puede condicionar el desarrollo de la contratación en el mismo período. Como quiera que en el período transitorio (entre el 1 de enero de 1999 y el 31 de diciembre del 2001) coexistirán las dos monedas, tanto la contratación como la liquidación se podría realizar, en principio, en ambas unidades de cuenta.

Sin embargo, independientemente de cuál sea la denominación de los valores, los mercados organizados de valores españoles están de acuerdo en que a partir del 1 de enero de 1999:

- la negociación se realizará en euros en todos los mercados de valores
- la liquidación será en euros

2. El mercado bursátil de renta variable

2.1. Decisión de adoptar el euro

Tal como ha manifestado la Federación Europea de Bolsas de Valores, y ha sido asumido por las Bolsas españolas, la negociación bursátil de los países que entren a formar parte de la tercera fase de la Unión Monetaria se realizará en euros a partir del 4 de enero de 1999, con independencia de que los valores negociados se

encuentren o no denominados en la moneda europea. Esta decisión plantea la necesidad de abordar temas como unidades de contratación, número de decimales empleados, cálculo de ticks, valores nominales, sistema de redondeos, formación de índices... La mayor parte de los mismos versan sobre aspectos relativos a la negociación electrónica (6), aunque algunas de las conclusiones expresadas para la negociación electrónica pueden aplicarse igualmente a la negociación a viva voz.

La negociación a través del Sistema de Interconexión Bursátil (SIB) se realiza actualmente en pesetas, y por lo tanto su cambio a euros en principio sólo exigiría la aplicación del factor de conversión. No obstante, ello requiere la toma de decisiones sobre ciertas cuestiones que se abordan a continuación.

Sin embargo, la negociación a viva voz se realiza en porcentaje del valor nominal de cada valor, y en ese caso la conversión a euros plantearía ciertos problemas. Pensando en una próxima homogeneización de toda la contratación de renta variable en el momento en que se adopte el euro como moneda, las Bolsas proponen el cambio a la contratación en unidades monetarias (pesetas) desde enero de 1998, tal y como se realiza actualmente en los valores integrados en el SIB.

2.2. Unidades de contratación

Siguiendo los reglamentos de la Unión Europea relativos a la introducción del euro, la conversión de unidades nacionales a euros se podría realizar obteniendo una cifra en euros redondeada hasta el cent. Así, por ejemplo, el precio en pesetas de una acción, que fuera de 4.300 pesetas, suponiendo un factor de conversión de por ejemplo 164,275 ptas. = 1 euro, llevaría a un precio en euros de 26,17562, que quedaría redondeado a 26,18 euros.

Además, si se tiene en cuenta que gran parte de la negociación actual se realiza de peseta en peseta, las Bolsas consideran que un número de dos decimales en la contratación sería suficiente para evitar una transición brusca de una negociación en pesetas a una negociación en euros. Es decir que:

- saltos de 0,01 euros implicaría una equivalencia con saltos de 1,643 pesetas
- saltos de 0,001 euros implicaría una equivalencia con saltos de 0,164 pesetas
- saltos de 0,05 euros implicaría una equivalencia con saltos de 8,214 pesetas
- saltos de 0,005 euros implicaría una equivalencia con saltos de 0,821 pesetas

Respecto a la unidad de contratación podrían en principio considerarse dos alternativas:

- contratación en euros: el precio en la introducción de las órdenes y su difusión en las pantallas del SIB se realizaría en euros con decimales, como se ha mencionado;

(6) La importancia cuantitativa de la negociación de dicho segmento se pone de manifiesto al señalar que en el año 1996 la contratación de las sociedades integradas en el SIB (134 a 31 de diciembre) representó el 98,67% del total negociado en las Bolsas españolas en el segmento de renta variable.

- contratación en céntimos de euro: el precio en la introducción de las órdenes y su difusión, se realizaría en céntimos de euro.

Siguiendo las recomendaciones de la Federación Europea de Bolsas de Valores, la negociación en las bolsas españolas se realizará en euros con dos decimales.

2.3. Cálculo de los ticks

Desde el inicio de la contratación electrónica, en abril de 1989, los ticks (el salto de unidades de contratación dependiendo del precio del valor) en el Sistema de Interconexión Bursátil han sido los siguientes:

De 1 a 1.000 ptas.	1 peseta
Desde 1.000 a 5.000 ptas.	5 pesetas
A partir de 5.000 ptas.	10 pesetas

Las Bolsas han estudiado distintas posibilidades para la estructura de los ticks:

- estructura que se equipararía a la actual
- estructura más sencilla en términos de cifras en euros
- estructura con horquilla más reducida

La estructura cuya equiparación es más próxima a la actual es la siguiente:

Precio (ptas.)	Precio (euros)	Ticks (euros)	Ticks (ptas.)
de 1 a 985	hasta 6	0,01	1,64
de 985 a 4.920	de 6 a 30	0,05	8,12
más de 4.920	más de 30	0,10	16,43

Las Bolsas, sin embargo, recomiendan una estructura con una horquilla más reducida:

Precio (ptas.)	Precio (euros)	Ticks (euros)	Ticks (ptas.)
de 1 a 8.214	hasta 50	0,01	1,64
más de 8.214	más de 50	0,05	8,12

Por otro lado, el hecho de que se opte por esta posibilidad no implica que se produzcan acuerdos internacionales que determinen otra opción.

2.4. Valor nominal de las acciones

La contratación actual en pesetas se realiza tomando como referencia el valor de mercado de las acciones negociadas en Bolsa. El valor nominal sólo es utilizado en la modalidad de negociación a viva voz que, como se ha visto con anterioridad, espera empezar la negociación en pesetas a partir de enero de 1998. Por lo tanto, el cambio a una negociación futura en euros no planteará ningún problema. Así como tampoco debería afectar a la negociación una eventual desaparición del valor nominal de las acciones (y una adopción de la referencia de las mismas como parte alícuota del capital).

2.5. Formación de Índices

El paso a una contratación en euros no debe plantear ningún problema importante ya que los mismos se miden por puntos, independientemente del sistema que sea utilizado en cada Bolsa para el cálculo de sus índices. Tampoco se prevé, una vez hechas las adaptaciones correspondientes, que se deban recomponer o recalcular las series o bases históricas.

2.6. Formación del Índice Ibex

En el caso de los índices Ibex, se realizará un ajuste conjunto y posteriormente un ajuste individual para cada uno de los valores que lo integran.

El ajuste conjunto consistirá en calcular la capitalización en euros para cada valor integrante de este índice. Se prevé utilizar el mayor número de decimales posibles con objeto de que el error cometido sea el mínimo posible. El ajuste previsto se realizará con los precios de cierre de los valores del último día en que la contratación se realice en pesetas (31 de diciembre de 1998) y el factor de conversión peseta/euro.

El precio de referencia Ibex de los valores integrados y su nueva capitalización en euros se integrarán en el Sistema de Interconexión Bursátil. A la nueva capitalización total del índice en euros se le asignará el nivel del Ibex anterior, de tal manera que en la apertura de la sesión siguiente, la primera en la que los precios estarán ya definidos en euros, será la oferta y demanda de los valores las que definan los sucesivos niveles del Ibex.

De igual modo que en los cálculos de los índices generales de las bolsas, no se prevén cambios significativos en la serie histórica del índice Ibex, ya que la unidad de medida es el punto.

Con independencia del ajuste conjunto, y en función de la modalidad que cada sociedad emisora elija para redondear los valores nominales de sus acciones, puede que se deban realizar ajustes en el índice valor a valor. Por ejemplo, en el caso de una reducción del valor nominal con reembolso a los accionistas. Por el contrario, un redondeo del valor nominal derivado de un aumento de capital con cargo a reservas no generará ajuste alguno en el índice.

2.7. Negociación de otros valores que contratan en el SIB

- **Warrants:** La valoración de los warrants en euros no supondrá mayor modificación que el paso de los precios de pesetas a euros. De hecho, la volatilidad implícita de los precios de los warrants no debería verse alterada por el cambio de la unidad monetaria de contratación. Aquellos warrants cuyo subyacente sea una acción, tendrán que cambiar su referencia inicial; no así, en cambio, aquellos otros cuyo subyacente sea un índice. En cualquier caso, ambos deberán variar sus precios de mercado adecuándolos lógicamente a euros.
- **Derechos de suscripción:** En lo relativo a la contratación de derechos, el paso a una negociación en euros puede dar lugar a que si el precio mínimo de los derechos es de 1 peseta se produciría un aumen-

to considerable del mismo. Por ejemplo, si el factor de conversión fuera de 164 pesetas = 1 euro, y siendo la negociación en euros con dos decimales, el precio mínimo pasaría a ser 0,01 euros, con un equivalente de 1,64 pesetas, lo que supondría un aumento del 64% en ese precio mínimo.

2.8. *Otros temas relacionados con la negociación de renta variable*

- *Ampliaciones de capital en curso el 4 de enero de 1999:* De existir en el momento del inicio de la contratación en euros, una ampliación de capital o una emisión de obligaciones convertibles cuyos derechos de suscripción se estén negociando, se cambiará la base de contratación de pesetas a euros el mismo día 4 de enero.
- *Deducción del dividendo y del valor teórico del derecho de suscripción:* Esta deducción sobre el precio de las acciones se realizará siempre en euros, no generando por ello ningún problema, salvo los enunciados en el punto anterior.
- *Cambio de precios de referencia:* El cambio de precios de referencia para todos los valores admitidos a negociación se realizará al finalizar la sesión del 31 de diciembre de 1998 con efectos de la sesión del 4 de enero de 1999.

3. El mercado bursátil de renta fija

Al igual que la renta variable, la renta fija se puede contratar en la actualidad a través de la modalidad de viva voz o a través del mercado electrónico gestionado por la Bolsa de Madrid. La práctica totalidad de la renta fija privada, así como la deuda pública emitida por el Estado negocian a través del mercado electrónico, mientras que la deuda pública emitida por las Comunidades Autónomas (Cataluña, País Vasco y Comunidad Valenciana) y algunos activos privados lo hacen a través del mercado de viva voz.

A diferencia de la renta variable, las Bolsas de Valores no contemplan la posibilidad de negociar la renta fija en unidades monetarias (euros en este caso), sino que la negociación continuaría, en principio, siendo un porcentaje sobre el valor nominal del activo en concreto. Dado que los volúmenes a negociar deberán adaptarse a los múltiplos de los nuevos importes nominales unitarios, la negociación estará condicionada por la redenominación de estos importes nominales aunque ni precios, cupones corridos o las tasas internas de rentabilidad deberían sufrir variaciones significativas por el hecho del cambio en la denominación de la unidad de cuenta a entregar.

Adicionalmente hay que considerar un entorno en el que, previsiblemente convivirán emisiones antiguas no redenominadas a euros, emisiones antiguas redenominadas y emisiones nuevas en euros. El hecho de que puedan coexistir tres clases de emisiones implicará necesariamente modificaciones y adaptaciones en los sistemas de contratación que deberán ser evaluados y cuantificados por las distintas sociedades rectoras de los mercados.

Por otro lado, hay que tener en cuenta la posibilidad de que los nuevos nominales unitarios mantengan posicio-

nes decimales. En este sentido, en los sistemas electrónicos, todos los campos referidos a volúmenes de contratación se verán afectados, lo que hará necesario, cuando menos, nuevos desarrollos técnicos difíciles de evaluar por ahora.

Un último aspecto a considerar es la posibilidad de que en el registro de operaciones de los miembros no se diera la equivalencia en términos de pesetas, a causa de la aplicación del factor de conversión, entre la orden del cliente y la operación efectivamente contratada.

3.1. *Activos de renta fija con negociación precios ex-cupón*

La contratación se realiza a través de precios en porcentaje con decimales. El valor nominal unitario incide directamente en:

- el importe nominal a contratar y el efectivo a liquidar
- el cupón corrido a calcular y a liquidar, en particular en aquellas emisiones con valores nominales reducidos
- el importe de las reducciones de nominal para las emisiones que se amorticen mediante esta modalidad
- cálculo del TIR
- problemática específica en emisiones con cupones indexados, por ejemplo al Mibor.

3.2. *Activos de renta fija con negociación precios con cupón*

La contratación se realiza en precio total, en tanto por ciento con decimales. No existe el problema del cálculo del cupón corrido, pero sí se ven afectados los cálculos relativos al importe nominal a contratar y las reducciones de nominal.

3.3. *Activos de renta fija con negociación por rentabilidad*

La contratación se realiza en rentabilidad con decimales, no hay lugar al cálculo del cupón corrido y la amortización es única y por la totalidad del importe nominal. De esta manera, el único cálculo que se ve afectado en los procedimientos de contratación es, por tanto, el del importe nominal a contratar y el efectivo a liquidar.

3.4. *Activos de deuda pública anotada*

A la contratación de estos activos se le puede aplicar gran parte de los puntos enunciados con anterioridad. Además, cabe señalar que requerirá un tratamiento específico:

- las órdenes con fecha valor posterior a 1-1-99 pero introducidas antes de esa fecha
- el control del saldo de terceros por referencia en tiempo real
- el módulo de control de terceros (altas, bajas, traspasos, desgloses...)

- la liquidación diaria de efectivos entre entidades
- la confección de las cintas diaria y semanal.

4. La negociación en AIAF, mercado de renta fija

El mercado AIAF espera también iniciar la negociación en euros a partir del 4 de enero de 1999. Hay que señalar que lo comentado anteriormente sobre la problemática de la redenominación del valor nominal en los activos de renta fija negociados en el ámbito bursátil es igualmente válido para los activos negociados en AIAF.

4.1. *Repercusiones del paso del euro en determinadas magnitudes*

- *Precios:* El precio de las emisiones contratadas en AIAF se determina como un porcentaje del volumen efectivo que hay que entregar como contrapartida al volumen nominal que está representado por los títulos que incluye la operación. Un cambio en la denominación de la unidad de cuenta a entregar, euros en lugar de pesetas, al representar una relación fija aplicable a todos los flujos de la operación, no producirá variaciones en la correspondencia final que mantienen el volumen nominal y el volumen efectivo que proporciona el precio.
- *Cupón corrido:* Al ser éste una relación lineal sobre otro porcentaje del valor nominal, el tipo de interés *facial*, el cambio al euro no ha de generar ninguna modificación.
- *TIR:* la rentabilidad asociada a la operación no se verá afectada por un cambio en la moneda de referencia, ya que se mantienen los porcentajes o efectivos a través de los cuales se deduce la misma.
- *Volúmenes:* La determinación de un cambio fijo para la transformación de pesetas a euros provocará que tanto los nominales unitarios de los títulos, como los volúmenes globales de las emisiones en circulación se expresarán con decimales. Este hecho provocará que el redondeo al alza o a la baja hacia la unidad o subunidad más cercana de cuenta plantee problemas que han sido tratados en puntos anteriores.

4.2. *Sistemas de contratación en AIAF*

- Contratación en el Sistema General (Telefónico):* Dada la cotización y negociación vía precios expcupón o rentabilidades (pagarés de empresa), no conllevará problemática significativa. Sin embargo, la necesaria adaptación de los volúmenes negociados a múltiplos de los nuevos importes unitarios de los títulos, inevitablemente dará lugar a ajustes en las emisiones.
- Contratación en el Sistema Electrónico (Brokers Ciegos):* Básicamente la redenominación de los volúmenes provocará, adicionalmente a lo comentado para el Sistema General, la modificación en las pantallas de negociación (para adaptarlas en el caso de optarse por contratación en unidades que contemplen decimales) y las páginas en las que se difunde la información sobre la negociación.

5. Sistema de contratación en MEFF renta fija

No se prevé un impacto importante de la introducción del euro en los mercados españoles en lo que respecta al sistema de contratación de MEFF renta fija, que, como el resto de mercados españoles considera su comienzo de la contratación en euros el 4 de enero de 1999. A continuación se señalan algunas modificaciones que podrían realizarse:

- Conversión del actual nominal de los contratos negociados en MEFF renta fija, diez millones de pesetas para la deuda y cien millones de pesetas para el Mibor, en nuevos nominales, pero ya denominados en euros. En concreto, se prevé un nominal de 100.000 euros para los contratos de deuda pública y de un millón de euros para los contratos sobre Mibor.
- Los ticks actuales, 1.000 pesetas en deuda y 10.000 pesetas en Mibor, serían convertidos y redondeados igualmente a euros.
- Los nuevos contratos ya denominados en euros que se abran a partir del 4 de enero de 1999 convivirán con los anteriores denominados en pesetas hasta el vencimiento de éstos. Esta situación sería similar a la que ya se ha producido al listar el contrato de Mibor Plus: se reduce la posición abierta a la parte entera del nuevo contrato y los picos permanecen hasta su expiración o su eventual cierre por hallar contrapartida.

Estas modificaciones comentadas no deberían tener un impacto significativo en el sistema de contratación ya que las cotizaciones son un porcentaje sobre el nominal. Tampoco se precisaría modificar la actual cotización de primas en las opciones, puesto que éstas ya se realizan en base a ticks.

6. Sistema de contratación en MEFF renta variable

Como en el caso de MEFF renta fija, los cambios previstos en los sistemas de contratación en MEFF renta variable serán mínimos y consistirán básicamente en:

- La contratación se realizará en euros con dos decimales desde el 4 de enero de 1999, pudiendo coexistir durante un tiempo con la contratación en pesetas en función de las necesidades de los miembros y clientes.
- El subyacente de los contratos de opciones sobre acciones continuará siendo de 100 acciones. Teniendo en cuenta que éstas negociarán en euros con dos decimales, la negociación de las primas de las opciones sobre acciones se realizará también en euros con dos decimales, aunque los precios de ejercicio podrán tener una doble denominación pesetas/euros.
- Con la introducción del euro se pueden producir ajustes en las opciones sobre acciones como consecuencia de que algún emisor realice ajustes que impliquen cambios en el nominal de sus acciones. Esto ocurre actualmente en los casos de ampliaciones o reducciones de capital o desdobles, tal como queda establecido en las condiciones generales de los contratos.
- Los contratos sobre Ibex-35 Plus tienen en la actualidad un multiplicador de 1.000 pesetas, aproximadamente unos 6,08 euros al cambio actual peseta/EUCU. MEFF renta variable está estudiando el futuro tamaño del contrato en euros, barajándose distintas posi-

bilidades: mantener el nominal de 1.000 ptas. = 6,08 euros durante el período transitorio, redondear el nominal del contrato a 5 ó 10 euros, o lanzar en 1998 un nuevo contrato con un nominal denominado en ECUS que se convertiría en el contrato en euros desde el primer día de negociación en 1999.

En cualquier caso, el mercado considera necesario definir el diseño del nuevo contrato en 1997, ya que, previsiblemente, en el mes de marzo de 1998 se comenzarán a negociar contratos Ibex-35 Plus con vencimiento posterior al inicio del período transitorio.

7. Sistema de contratación en FC&M

La adaptación al euro del mercado de futuro sobre cítricos no debe plantear ningún problema. La negociación, tal como sucede en el resto de los mercados, también será en euros con dos decimales. Los sistemas de contratación establecidos (similares a los de MEFF renta fija) no deberían sufrir alteraciones significativas.

8. Recomendaciones

Las recomendaciones efectuadas por el grupo de trabajo se resumen:

1. La CNMV y todos los mercados deben ir trabajando sobre la adaptación de la normativa de contratación: circulares, instrucciones operativas, comunicaciones... ante la entrada de España en la Unión Monetaria.
2. Respecto a los boletines de contratación editados por las sociedades rectoras de los mercados, la publicación de las cotizaciones en los mismos durante el período transitorio debería realizarse tanto en euros como en pesetas, aunque en cualquier caso la cotización oficial será aquella reflejada en euros.
3. En las bases de datos se deben de realizar los ajustes pertinentes para que a partir del 4 de enero de 1999 se puedan introducir los nuevos datos de contratación generados en euros en la base que contiene hasta esa fecha datos históricos en pesetas (precios mínimos, máximos, medios, volúmenes...).
4. En el caso de los re-difusores de información y otros medios de comunicación, de acuerdo con la Federación Europea de Bolsas, decidirán cómo presentar los datos de mercados, teniendo en cuenta que durante el período transitorio sería beneficioso mostrar los precios en paralelo en euros y en pesetas.
5. Los mercados de valores deberán realizar campañas de marketing y divulgación dirigidas tanto a inversores, emisores y miembros del mercado.

III. SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

1. Marco general de la compensación y liquidación

A partir del inicio de la tercera fase de la Unión Monetaria, todas las cuentas abiertas en el Banco de España funcionarán exclusivamente en euros. Esto significa que,

a partir del 4 de enero de 1999, las liquidaciones de efectivo procedentes de los diferentes sistemas de compensación y liquidación que se hagan en las cuentas de tesorería que las entidades mantienen en el Banco de España deberán ser calculadas en euros.

En la actualidad existen en España las siguientes Cámaras encargadas de la compensación y liquidación de los valores que negocian en los distintos mercados:

- Servicio de Compensación y Liquidación de valores (SCL)
- Servicios de Compensación y Liquidación de valores Locales adscritos a las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia
- Espaclear
- MEFF renta fija y MEFF renta variable
- FC&M mercado de futuros sobre cítricos
- Central de Anotaciones de deuda pública

Estas cámaras tienen en común el hecho de que las liquidaciones de efectivos se efectúan mediante cargos y abonos en las cuentas de tesorería que sus respectivas entidades adheridas mantienen en el Banco de España (a excepción de los Servicios Locales de Bilbao y Valencia donde los pagos y los cobros se realizan mediante entrega de cheque).

La adopción del euro en los sistemas de compensación y liquidación estará condicionada por la decisión que se adopte en los sistemas de contratación respecto a la unidad de cuenta que se vaya a utilizar, así como a la decisión del Banco de España de liquidar en euros a partir del 4 de enero de 1999. A pesar de que está decidido que la contratación en todos los mercados de valores organizados se realizará en euros a partir del 4 de enero de 1999, a continuación se realiza un breve comentario sobre cómo afectaría a las cámaras la alternativa a la negociación en euros.

2. Incidencia de la contratación

La actuación de los sistemas de compensación y liquidación dependerá de cómo se reciba la contratación realizada en el mercado.

- *Contratación en pesetas-liquidación en euros*

Si los sistemas de compensación y liquidación recibiesen en pesetas la contratación realizada en el mercado, estarían obligados a incorporar en sus aplicaciones informáticas un convertidor que, al menos en la última fase del proceso transformase la contratación realizada en pesetas en una liquidación calculada en euros a efectos de enlazar con los sistemas de pagos del Banco de España.

En aquellos sistemas en los que la liquidación de efectivos se realiza siguiendo un esquema de compensación, habría que tomar una decisión respecto a si la conversión a euros de las operaciones se realiza antes o después de obtener la cifra neta a liquidar; es decir, si:

- se convierten en euros cada una de las operaciones pendientes de liquidar, realizando posteriormente la compensación y obtención del saldo neto de cada entidad adherida;

- se realiza la compensación en pesetas, convirtiendo en euros el resultado neto de cada entidad.

Debido a la incidencia de los redondeos, ambas opciones pueden generar un resultado diferente en los saldos netos de las entidades que componen la cuenta de liquidación de efectivos.

Por otra parte, las entidades adheridas deberán realizar una reconversión a pesetas cuando liquiden con sus clientes cada una de las operaciones individualizadas de compra o venta que componen el saldo neto que les fue abonado o cargado en las cuentas que mantienen en el Banco de España.

Estos procesos de conversión que transforman una contratación en pesetas en un saldo neto por entidad adherida en euros y, posteriormente, este saldo neto en euros en operaciones individualizadas a nivel de titular en pesetas, podrían producir, como resultado de los redondeos, un efectivo liquidado al cliente final diferente del que se hubiera inicialmente contratado en el mercado.

- *Contratación en pesetas y en euros-liquidación en euros*

En el caso de que los sistemas de compensación y liquidación recibieran datos de contratación de valores tanto en pesetas como en euros, se verían obligados a desdoblarse las cuentas que mantienen a nombre de cada una de sus entidades adheridas, con objeto de reflejar de forma independiente las posiciones pendientes de liquidar con origen en operaciones realizadas en pesetas y en euros.

En este caso, la obtención de la liquidación de efectivos que se comunica al Banco de España exigiría la conversión a euros de las operaciones realizadas en pesetas, lo cual nos remitiría a la problemática expuesta en el apartado anterior.

Esta opción representa cambios de cierta consideración en los formatos de comunicación y en las aplicaciones informáticas de los sistemas de compensación y liquidación, de los mercados y de las entidades adheridas, al ser necesario mantener a lo largo del ciclo de liquidación la diferenciación entre lo contratado en pesetas y en euros.

- *Contratación en euros-liquidación en euros*

Esta opción no plantea problemas en la compensación y liquidación, y es la recomendada por las cámaras.

3. Servicio de Compensación y Liquidación de Valores

Si la opción acordada es la anterior, a partir del 4 de enero de 1999, el Servicio de Compensación y Liquidación (y los servicios de liquidación locales) recibirían la contratación realizada en el mercado bursátil exclusivamente en euros.

3.1. Tratamiento de los saldos pendientes de liquidar a finales de 1998

Sería necesario definir el tratamiento que deberían recibir las operaciones que se realizaran durante los últimos

días de 1998 cuya liquidación se efectúa en los primeros días de 1999. Las opciones que se plantean son las siguientes:

- *El SCL finaliza en pesetas el tratamiento de las operaciones contratadas con anterioridad al 4 de enero de 1999:* en este caso, debería mantenerse durante algunos días un estricto control y un tratamiento diferente para estas operaciones, realizando su conversión en el momento de su incorporación en el proceso de liquidación.

Si todas las operaciones anteriores al 4 de enero de 1999 se liquidasen en su fecha correspondiente, parece que no existirían más complicaciones que las mencionadas para finalizar su tramitación en pesetas y convertir en euros el saldo final a efectos de enlazar con los sistemas de pagos.

Sin embargo, podrían producirse ventas contratadas hasta el 31 de diciembre de 1998 que se liquidan con posterioridad a su D+3 correspondiente, teniendo especial importancia aquellas en las que los valores vendidos proceden de compras realizadas en euros a partir del 4 de enero de 1999. En este caso, habría que analizar los problemas que podría suponer el cálculo de las posibles penalizaciones por ventas en descubierto y diferencias de cambio que se produzcan sobre estas ventas contratadas en pesetas, cuando se liquiden con valores procedentes de compras ya realizadas en euros a partir del 4 de enero de 1999, préstamos, cambios de titularidad, etcétera.

La solución a este problema puede exigir convertir en euros todas las ventas contratadas hasta el 31 de diciembre de 1998 con anterioridad al momento en que tales operaciones se incluyan en el proceso de liquidación que les corresponda; es decir, en el momento de su justificación, o llegada su fecha teórica de liquidación.

- *El SCL convierte en euros durante la noche del 31 de diciembre de 1998 todas las posiciones pendientes de liquidar de sus entidades adheridas:* de esta forma la información que se intercambia entre los participantes en la liquidación a partir del 4 de enero de 1999 se realizará exclusivamente en euros.

En la liquidación bursátil, los miembros del mercado deben comunicar a las Sociedades Rectoras, y éstas al SCL, el desglose de las operaciones que hubieran intervenido en el mercado entre el propio día de la contratación y el día siguiente. La conversión de todas las posiciones pendientes de liquidar en la fecha mencionada exigiría la transformación a euros en la misma fecha de volúmenes contratados pendientes de desglosar tanto en el sistema de compensación y liquidación como en los propios organismos rectores del mercado, con el fin de que incluso el desglose de estas operaciones se comunicara en euros, de forma que todas las operaciones pendientes de liquidar el 4 de enero de 1999 pudieran recibir el mismo tratamiento que las contratadas a partir de la mencionada fecha.

Una vez analizados los dos escenarios posibles, el SCL se decanta a favor del segundo, que simplificaría los intercambios de información y el propio proceso de liquidación.

3.2. Liquidación de otros conceptos en el Servicio de Compensación y Liquidación

Además de las operaciones contratadas en el mercado, la liquidación de efectivos que se realiza a través del Banco de España incluye otra serie de conceptos (cánones, penalizaciones, pagos derivados de operaciones financieras, traspasos contra pago, transferencias entre entidades, etc.).

Teniendo en cuenta que el SCL trabajará exclusivamente en euros, la mejor solución sería que los intercambios de información que se realizasen entre todos los participantes del sistema en relación con estos conceptos se efectuara en euros. Se ha planteado, sin embargo, la posibilidad de que determinadas operaciones pudieran seguir siendo comunicadas al Servicio en pesetas; pagos relacionados con las operaciones financieras que una sociedad emisora hubiera anunciado en pesetas e incluso en otras monedas (el caso de valores extranjeros), liquidación de las operaciones extraordinarias, cuando ésta se realice a través del Servicio, en el supuesto de que también se permita su comunicación en pesetas, etc. Esta posibilidad exigiría la inclusión de un nuevo campo en algunos formatos para identificar la moneda en que se realiza la operación.

Para este tipo de operaciones la solución más conveniente sería que la información tuviera que ser comunicada al SCL en la misma denominación de la moneda en que se va a producir su liquidación. En el caso concreto de las operaciones financieras, sería recomendable que las sociedades emisoras publicasen el importe de los derechos económicos tanto en pesetas como en euros, con independencia de que la sociedad hubiera o no denominado sus valores en euros.

3.3. Servicio de Compensación y Liquidación: Régimen de garantías de la liquidación

El régimen de garantías en la liquidación también se verá afectado tanto como consecuencia de la introducción del euro como por la redenominación de valores.

■ Implicaciones de la redenominación de valores

De acuerdo con lo previsto en el Real Decreto 116/92, de 14 de febrero, las entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores deben constituir una fianza colectiva con objeto de garantizar entre ellas las operaciones pendientes de liquidación. Dicha fianza podrá materializarse mediante: depósito en efectivo, prenda de valores de deuda pública, aval, seguro de caución o cualquier otra fórmula que a juicio del Servicio suponga una garantía suficiente y líquida.

Durante el período transitorio de la Unión Monetaria las fianzas podrán constituirse y materializarse tanto en pesetas como en euros, siendo el depósito en efectivo la única forma de materialización que deberá constituirse en euros a partir del inicio de la tercera fase de la Unión Monetaria.

En el caso particular de las fianzas materializadas mediante prenda de valores de deuda pública, ya que la Dirección General del Tesoro podría acordar su redenominación a lo largo del período transitorio. Si éste fuera el

caso, dado el principio fundamental de continuidad de los contratos, no parece ser necesario sustituir el certificado de inmovilización emitido por el Banco de España, que forma parte de la póliza, si bien habría que tener en cuenta lo dispuesto en esta materia por el propio Banco de España.

En lo que concierne a la ejecución de las prendas de valores de deuda pública denominadas en pesetas, será también necesario coordinar con el Banco de España la ejecución de estas garantías en euros.

■ Garantías de la liquidación ante la moneda única

El sistema de Fianzas con la introducción del euro requiere tener en cuenta una serie de elementos, algunos de los cuales se exponen brevemente a continuación:

- *Aceptación de nuevos instrumentos para materializar las fianzas:* en particular aquellos que puedan aportar entidades no residentes y cuya localización o, simplemente su regulación, se encuentre fuera de España. Esto requerirá una unificación de disposiciones dentro de los Estados miembros al respecto.
- *Garantías constituidas con prenda de valores representados por medio de anotaciones en cuenta:* en la actualidad su ejecución requiere documento público. El Proyecto de Ley de Reforma de Ley del mercado de valores incorpora la posibilidad de constituir prenda sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta en documento privado. En tal caso el acreedor pignoraticio no tiene derecho de separación en situaciones concursales, ni puede verse beneficiado del procedimiento privilegiado de ejecución que el Código de Comercio establece para las garantías prendarias sobre valores. La consecuencia es que la protección será inferior a la que en la actualidad otorga la constitución en documento público.
- *Posición de la cámara de compensación y liquidación respecto de las garantías aportadas:* se considera irrenunciable por parte del SCL el establecimiento de un derecho absoluto de separación de esta institución en situaciones concursales. Y no sólo en los casos de garantías prendarias, sino en todos los demás casos de aportación de garantías. Este derecho de separación (incorporado por la ley 3/1994 de 14 de abril para los mercados de futuros y opciones) debería hacerse extensivo al resto de organismos de compensación y liquidación.

3.4. Implicaciones en el SCL ante la entrada en vigor del TARGET

A partir del 1 de enero de 1999 entrará en funcionamiento el TARGET. Si bien éste es un sistema de liquidación bruta y en tiempo real, podrán convivir con él los sistemas multilaterales netos existentes en la actualidad, entre los que se encuentran las cámaras de compensación y liquidación actuales. Esto significa que, en principio, los sistemas de compensación y liquidación podrán seguir realizando su liquidación de efectivos en el Banco de España siguiendo el esquema que utilizan en la actualidad. Sin embargo, la entrada en vigor del TARGET podría afectar a la forma de asentar en el Banco de España las liquidaciones multilaterales netas así como a las garantías establecidas en cada sistema de liquidación.

En principio, la pauta de asentamiento que piensa establecer el Banco de España para las liquidaciones procedentes de las cámaras multilaterales netas es la realización primero del asentamiento de todas las posiciones deudoras y una vez que todas ellas sean firmes, liquidación de las posiciones acreedoras. La insuficiencia de fondos en la cuenta de tesorería de alguna entidad adherida paralizaría el proceso de liquidación del saldo de la cámara, que quedaría pendiente de liquidar hasta final del día. Sin embargo el Banco de España podría conceder financiación intradía contra la constitución de las garantías apropiadas.

4. Espaclear. Compensación y liquidación de valores negociados en AIAF

Los valores representados en títulos que negocian en el mercado AIAF se compensan y liquidan a través de Espaclear. La liquidación de efectivos es multilateral neta, con cargos y abonos en las cuentas de tesorería que las entidades adheridas a Espaclear mantienen con el Banco de España. Muchos de los aspectos reseñados para el SCL respecto a los efectos derivados de la introducción del euro son aplicables a Espaclear. Más allá de los aspectos meramente operativos, la introducción del euro plantea cuestiones como la necesidad de revisar el sistema de garantías.

- En la actualidad no existen garantías en el sistema, salvo en el segmento de la negociación ciega. Se exige a las entidades adheridas a Espaclear un mínimo de 12.000 millones de recursos propios para poder liquidar efectivos.
- Las entidades liquidadoras en las operaciones que se lleven a cabo en AIAF en la modalidad de *negociación ciega* y que no superen los 15.000 millones de recursos propios deben de constituir garantías materializadas mediante aval o depósito en efectivo. En este sentido son válidos los comentarios realizados en el apartado del SCL y relativos a la ampliación de los instrumentos financieros utilizados como garantías de las operaciones de mercado.

5. MEFF renta fija-MEFF renta variable. Compensación y liquidación

MEFF renta fija y renta variable han estudiado los efectos de la Unión Monetaria sobre los sistemas de compensación y liquidación, en relación con:

- La problemática del traspaso de las posiciones abiertas.
- Las repercusiones sobre el sistema de garantías, especialmente en su materialización.
- Los posibles cambios en las liquidaciones como consecuencia de la implantación del TARGET.

5.1. Problemática del traspaso de las posiciones abiertas

Tal como se ha comentado anteriormente para el caso de la negociación bursátil, la actuación de los sistemas de compensación y liquidación estará condicionada por la decisión que se adopte en los sistemas de contratación. La opción elegida con total seguridad será la de negocia-

ción exclusivamente en euros que, además de ser la más simple, resta menos liquidez al mercado. Si esto es así, MEFF considera que sería necesaria la conversión de toda la posición abierta, lo cual implicaría:

- Modificar el multiplicador y decidir el momento del período transitorio en el cual se realizará.
- Establecer las reglas de redondeo, para pasar de los contratos viejos a los nuevos.
- Decidir qué se va a hacer con los picos. A este respecto parece que, para lograr un efecto económico neutro, habría que liquidar los picos y, en este caso, determinar unas reglas para establecer un precio de liquidación especial tanto para los futuros, como para las opciones.

Otra posibilidad considerada sería que los contratos que vayan a vencer durante, o después de 1999, ya se abran y negocien en ECUS. Dado que el 1 de enero de 1999, el ECU se convierte en euro a una conversión uno a uno, no se producirían problemas de conversión ni de redondeos. La modificación del nominal se realizaría cuando se abran los nuevos contratos. En cualquier caso, MEFF renta fija y MEFF renta variable piensan ofrecer contratos denominados en euros desde el primer día hábil de negociación de 1999 y, por tanto, ambos mercados consideran que la decisión sobre el método de introducción de los contratos denominados en euros deberá tomarse no más tarde de finales de 1997.

5.2. Materialización de las garantías

Tres temas se han considerado en relación con las garantías de MEFF:

- efecto por la conversión a euros del saldo vivo de deuda pública
- ampliación de los valores admitidos
- agilización de procedimientos
- *Efecto por la conversión a euros del saldo vivo de deuda pública:* Actualmente las garantías del mercado se constituyen en deuda pública inmovilizada y en efectivo que forzosamente es invertido en repos diarios. La conversión de la deuda viva en pesetas a euros podría realizarse por el Tesoro de forma gradual, según fueran venciendo las emisiones o aprovechando las fechas de pago de cupones, o de forma masiva en una sola fecha.

En términos de sencillez, la opción de convertir aceleradamente favorece, en principio, más a MEFF, aunque la adaptación a cualquier otra alternativa no supone ninguna dificultad.

En cualquier caso, un tema a solventar, que en la fecha de redactar este informe falta por conocer, es el de los procesos operativos de la Central de Anotaciones para el cambio de los certificados de inmovilización que actualmente custodia MEFF.

Por último, en lo relativo a las garantías de la sesión del día 31 de diciembre de 1998, que se materializarían en repos el día 4 de enero de 1999, podrían realizarse ya en euros. Estas inversiones son realizadas por los Miembros Custodios y el cambio de divisa sólo afectaría a los sistemas de control de MEFF.

- *Ampliación de los valores admitidos como garantías:* el sistema de materialización de garantías debería ampliar la tipología de activos admitidos. En este sentido, cabría la consideración de la posibilidad de incluir como garantías (con la regulación adecuada en cada caso) depósitos bancarios en las principales monedas de referencia, deuda de los diversos Estados de la Unión Europea y de los principales emisores soberanos del mundo, avales bancarios a primera demanda y acciones y renta fija emitidos por emisores solventes y con liquidez suficiente.
- *Mejora de los procedimientos de prenda:* se considera necesaria la mejora de los procedimientos de prenda, con un sistema ágil y barato, sin intervención de fedatario público y oponible a terceros en situaciones concursales. A pesar de que alguna enmienda al Proyecto de Ley de Reforma de la Ley del Mercado de valores recoge estos procedimientos, se considera prioritario establecer mecanismos ágiles de afianzamiento de obligaciones y ejecución de éstas en lo relativo al tráfico de los mercados financieros que, si fuese necesario, no deberían estar supeditados al formalismo de las normas de carácter civil.

5.3. Liquidaciones de pérdidas y ganancias realizadas a través del Banco de España

Actualmente las liquidaciones de MEFF se procesan entre las 11h-12h del día siguiente de la sesión de negociación, independientemente de que haya o no saldo, corriendo riesgo de revocación hasta la hora de cierre, las 16h, y cubriendo éste con un acuerdo de anticipo de fondos por un Banco Agente. Con el sistema bruto en tiempo real este riesgo se elimina, pero aparece otro derivado de la posibilidad de que cuando se vaya a hacer un cargo la entidad en cuestión no tenga saldo ni disponga de las garantías necesarias para obtener crédito. Es decir, parece ser que el esquema de liquidaciones que contempla el Banco de España supone la liquidación primera de los importes de las posiciones deudoras y sólo una vez que estas liquidaciones sean firmes, se liquidarán las posiciones acreedoras.

MEFF apunta alguna sugerencia al respecto:

- Sería deseable que el tratamiento de las liquidaciones facilitadas por las Cámaras de Compensación de futuros gozaran de prioridad y que la solución que se dé a los casos de insuficiencia temporal de saldo en alguna de las entidades no paralizara la liquidación en su totalidad, sino sólo en el importe pendiente.
- Sería deseable igualmente una participación directa de la sociedad origen de la liquidación multilateral (en este caso las Cámaras de Compensación de futuros) junto al Banco de España en la resolución inmediata de las posibles incidencias.

- Por lo que se refiere al riesgo de crédito (riesgo de que la insuficiencia de saldo no sea sólo temporal sino definitiva), sería posible su reducción si la liquidación de efectivos sea anterior a la devolución diaria de garantías.

En relación a estos tres puntos, cabe señalar que el nuevo diseño de *software* de registro de la Cámara, cuya característica básica es su total independencia del sistema de negociación, faculta a MEFF para realizar la compensación y liquidación a distinta hora del cierre de sesión, adaptándose mejor, por tanto, al nuevo horario del sistema de pagos, aprovechando la ampliación del mismo hasta las 6 de la tarde con la misma fecha valor.

6. FC&M. Sistema de Compensación y Liquidación

Los procedimientos de compensación y liquidación se verán afectados por la introducción del euro en igual medida que se ven afectados los de MEFF renta fija y MEFF renta variable. Por ello, y sin obviar lo comentado inicialmente, son válidos para esta Cámara de Compensación y Liquidación de futuros los comentarios realizados para las Cámaras de MEFF.

7. Recomendaciones

A continuación, se enuncian algunas breves sugerencias del grupo de trabajo sobre sistemas de compensación y liquidación.

1. Debe continuar la comunicación con el Banco de España para determinar los procedimientos de cargos y abonos de efectivos en las cuentas de Tesorería de las entidades adheridas a las distintas Cámaras de Compensación y, en particular, resolver los interrogantes que generará la integración de unos sistemas multilaterales netos en el sistema TARGET de liquidación de importes brutos en tiempo real.
2. Tanto el SCL como MEFF deberían poder aceptar en garantía una mayor gama de instrumentos/valores que la que está establecida actualmente en sus respectivas reglamentaciones.
3. Incorporar el derecho absoluto de separación de las Cámaras de Compensación y Liquidación (ya reconocido para los mercados de futuros y opciones) en situaciones concursales.
4. Tanto el SCL como MEFF consideran que deben mejorar los procedimientos de prenda con un sistema ágil y barato, sin intervención de fedatario público y oponible a terceros en situaciones concursales.

EFFECTOS DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO EN LAS SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES

A. IMPLICACIONES OPERATIVAS

I. IMPLICACIONES SOBRE LA CONTABILIDAD

1. Condicionantes externos

Prácticamente todos los agentes del mercado de valores están de acuerdo en que la introducción de la moneda única acarrearía menores costes operativos para las entidades si, en la medida de lo posible, se hace de una sola vez (*big bang*) en vez de una sustitución paulatina.

Casi todos los mercados organizados han manifestado su intención de cambiar sus procedimientos de pesetas a euros desde el principio del período transitorio (desde el 4 de enero de 1999). Así, el mercado de deuda pública en anotaciones cotizará (además de redenominar) todas las emisiones en euros, las bolsas y los mercados de derivados también cotizarán en euros, y en el mercado de renta fija privada (AIAF) todos los indicios apuntan a que también será así. En lo que respecta a los mercados del resto de países que pretenden incorporarse a la Unión Monetaria es muy probable que sigan una pauta similar.

Con esta «decisión conjunta» se está asumiendo implícitamente la necesidad de inculcar a los inversores y particulares la «cultura euro» de la forma más rápida posible y supone una apuesta del sector por el euro, aspecto que puede tener importantes implicaciones comerciales que serán analizadas más adelante; pero que además tiene trascendencia sobre el enfoque operativo interno de las entidades y sobre la contabilidad.

2. La contabilidad en euros frente a la opción multidivisa

Se plantean dos opciones en cuanto al enfoque general de los procesos contables:

a) Considerar el euro, a efectos operativos, como una divisa adicional:

En este caso, la contabilidad debería llevarse en ambas monedas a la vez, pesetas y euros, de forma que internamente se conservaría la denominación de la moneda a que se refiera cada operación. La ventaja que supone este funcionamiento es que los sistemas actuales apenas requieren modificaciones. Únicamente se trataría de dar de alta una divisa más con la denominación euro.

Sin embargo, sí plantea algunos inconvenientes:

- (i) dado que el volumen de transacciones y de salidas de información previsto en euros es elevado, el euro sería la denominación prevaleciente, quedando la peseta como denominación residual;
- (ii) tras el período transitorio toda la contabilidad deberá ser llevada en euros, por lo que la solución considerada sólo es transitoria;

(iii) en muchos casos, debido a que la operativa en valores será exclusivamente en euros, sería necesario realizar dos conversiones (p.e. si un cliente ingresa pesetas, compra y vende valores en euros y posteriormente recibe pesetas) lo que aumenta los problemas del redondeo y los posibles errores en los cálculos.

b) Llevanza de la contabilidad íntegramente en euros.

El sistema es más sencillo dado que la contabilidad se llevaría exclusivamente en euros. Además, esta solución sería definitiva, válida para el período transitorio de coexistencia de pesetas y euros y a partir del año 2002 cuando sólo existan euros.

Sin embargo, para que esta opción sea una solución eficaz es necesario que se cumplan ciertas premisas:

1. Todas las salidas de información contable y estadística dirigida a organismos públicos (supervisores, Hacienda, etc.) deben ser en euros.
2. La información a remitir a los clientes ha de ser en euros (sin perjuicio de que *informativamente* se facilite también en pesetas u otras monedas).
3. Las cuentas de efectivo de los clientes deben estar denominadas en euros necesariamente, para evitar que se produzca el problema comentado de la doble conversión. (Este punto será analizado con más detalle posteriormente, y plantea el problema de que pudiera interpretarse en contra del principio general de no prohibición y no obligación).
4. Se asume que una gran parte de las entradas (principalmente los gastos generales) podrán ir denominados en pesetas en un primer momento, por lo que será necesaria su conversión.
5. Las reglas de conversión y redondeo deben estar fijadas legalmente para evitar discrecionalidad en las conversiones.
6. Las tarifas, tanto las que se pagan a los mercados u otros intermediarios, como las cobradas a los clientes deben denominarse en euros.

El cumplimiento de algunas de estas premisas depende de los poderes públicos y en concreto de los organismos supervisores, lo que podría hacer más sencilla su implantación.

Teniendo en cuenta esta relativa facilidad en la implantación y la mejora operativa especialmente en lo que a procesos informáticos se refiere (que será desarrollada en el apartado correspondiente) que supone realizar los procesos internos en una única moneda, el Grupo de trabajo ha considerado esta opción como la mejor.

3. Conversión de la contabilidad

Las entidades, según lo dicho anteriormente, deberán

convertir su contabilidad a euros con efectos del 1 de enero de 1999, sin perjuicio de que, como se verá posteriormente, pueda ser necesario presentar también en euros las cuentas anuales de 1998.

La conversión en sí consiste básicamente en aplicar el factor de conversión a cada partida de balance y cuenta de resultados, convirtiéndolos a euros (7). Para esta conversión se debe utilizar el balance y la cuenta de resultados correspondientes al 31 de diciembre de 1998 que, convertido a euros, que a su vez servirá como apertura, ya en euros, de los de 1999.

El proceso de conversión será más o menos complicado según el grado de internacionalización de la entidad (8). Lógicamente deberán conservarse las partidas denominadas en otras divisas no integradas en el euro, que habrán de convertirse sólo a los efectos de presentar los estados financieros y de acuerdo con el tipo de cambio que en cada momento exista entre dichas monedas y el euro. Es decir, internamente las operaciones se contabilizarán en euros y en otras divisas ajenas al euro, pero no en pesetas.

Un problema que plantea esta conversión *automática* es el Capital Social. Probablemente ninguna entidad habrá realizado la redenominación de su Capital Social a euros el 1 de enero de 1999, por lo que su expresión en la moneda euro sería irreal. Aun así, tampoco nada impide que una entidad pueda expresar su Capital Social en otra moneda, siempre que el destinatario de la información tenga conocimiento de que se trata simplemente de una conversión contable.

4. Diferencias de cambio motivadas por el euro

La conversión plantea la cuestión de cómo se deben tratar las diferencias de cambio existentes previamente:

- En el caso de la cartera permanente y activo material no habrá diferencias de cambio ya que se contabilizan, según la normativa actual, al tipo de cambio vigente en el momento de su adquisición inicial o de su última revaluación.
- En el caso del resto de activos y pasivos (activos y pasivos monetarios) (9), estas diferencias ya se incorporan a resultados, por lo que no existiría tampoco este problema. La única novedad que podría

(7) La Circular 5/1990, de la CNMV, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, y cuentas anuales de carácter público de la SAV, establece en el punto 6 de la norma 2.^a que los saldos activos y pasivos se deben contabilizar al cambio medio del mercado de divisas de la fecha de balance, las diferencias que se vayan produciendo se deberán reflejar por su importe neto en la cuenta de «Diferencias de Cambio» de la cuenta de Resultados.

En el caso de cartera permanente e inmovilizado material se contabilizan al cambio histórico del día de su adquisición, sin perjuicio de la obligación de dotar provisiones por minusvalías significativas.

(8) Con respecto a la internacionalización cabe decir que, en general, las Sociedades y Agencias de Valores españolas no han sido históricamente muy activas en otros mercados. Así, la inversión de cartera propia en otros mercados ha tenido desde 1989 hasta 1996 un valor medio del 3% sobre el total de la cartera, y el importe intermediado por cuenta de clientes en el extranjero se ha situado en torno al 4%. Habría además que tener en cuenta que estos valores se refieren al total de inversiones exteriores, por lo que habría que descontar lo que se refiere a países que no se incorporen al euro.

(9) Las partidas monetarias comprenden los saldos líquidos, y los activos y pasivos a cobrar o pagar en importes líquidos, incluidos los compromisos y otras partidas fuera de balance.

introducirse es la conveniencia de no netear las diferencias de cambio positivas y negativas por si el tratamiento fiscal de éstas fuera distinto. No obstante, esta opción plantea un nuevo problema, como es la distinción entre las diferencias existentes antes del euro y las debidas a la fijación del tipo de conversión (lógicamente debería aplicarse el tipo de cambio del día anterior a la publicación del factor de conversión).

Aunque de poca importancia relativa (debido a la reducida internacionalización de las sociedades de valores), el proceso de conversión antes mencionado, cuando haya moneda extranjera, puede dar lugar a diferencias de cambio, positivas o negativas. El tratamiento de estas diferencias ha de ser analizado teniendo en cuenta:

- a) El momento de realización de las diferencias de cambio.
- b) El reconocimiento en la cuenta de Resultados.
- a) *Realización de las diferencias de cambio*

Los factores de conversión correspondientes a las distintas monedas del euro se fijarán de forma irrevocable, por lo que las diferencias de cambio existentes entre las monedas participantes en el euro pasarán a ser permanentes.

Estos factores de conversión podrían hacerse públicos antes de la fecha límite del 1 de enero de 1999, aunque es probable que se publiquen en la segunda mitad del año 1998. Si esto fuera así, las diferencias de cambio deberían aparecer ya en los estados financieros y las cuentas anuales correspondientes a 1998, lo que permitirá reflejar adecuadamente la realidad económica de la entidad a la fecha señalada.

Si, por el contrario, se permitiera la realización en el ejercicio 1999, dado que su publicación se retrasa alrededor de 5 meses, estas diferencias serían publicadas a mitad del año 2000, lo que retrasa demasiado el conocimiento del público del impacto del euro en cada entidad.

Con independencia de la necesidad de valorar las diferencias de cambio en los estados financieros de 1998, se plantea la duda de si tales diferencias deben o no netearse. La postura favorable a que no se neteen se debe al hecho de que el tratamiento de ambas, positivas y negativas, podría ser diferente. Pero también es cierto que de lo que se trata de analizar es el impacto agregado del euro sobre los balances, por lo que parece mejor la opción del neteo.

b) *Reconocimiento de las diferencias de cambio*

Tras haberse valorado las diferencias de cambio correspondientes a la introducción del euro, se plantea el problema de decidir a qué ejercicio asignar tales resultados (al ejercicio corriente o a algún período futuro).

En las diferencias de cambio negativas, el principio de prudencia exige que sean reconocidas de forma inmediata.

El problema se plantea en las diferencias positivas, por motivos fiscales. En este supuesto el Grupo de trabajo no tiene una postura unánime pues, aunque se reconoce que la realización de las posibles diferencias de cambio positivas podría ser beneficiosa en un año en que se van a tener que acometer importantes costes, también es cierto que podría aumentar el coste fiscal. En consecuencia, la

postura definitiva dependerá del importe de las Diferencias de Cambio que, como se ha dicho anteriormente, no parece que sea muy alto. Por ello, el Grupo de trabajo considera que la mejor opción es dejar que cada entidad elija lo más favorable para ella.

5. Presentación de las cuentas anuales

Las cuentas anuales a partir de 1999 deberían ser presentadas en euros de acuerdo con el big bang comentado. Sin embargo, el problema se plantea con las cuentas correspondientes al año 1998 que se deben presentar en 1999 (10).

El criterio adoptado por el Grupo de trabajo es que las cuentas anuales de 1998 deben ser presentadas en ambas monedas: en pesetas, porque han de ser comparadas con las de 1997; y en euros, porque servirán para la comparación con las cuentas de 1999.

Teniendo en cuenta que durante 1998 la contabilidad y todas las operaciones se realizarán en pesetas, para obtener el balance en euros bastaría, como ya se ha comentado, con multiplicar cada saldo por el factor de conversión. La comprobación de que la conversión se ha realizado correctamente debe ser supervisada por los auditores.

Además, en la Memoria se debe hacer mención a la conversión realizada y a todos aquellos hechos relevantes que hayan tenido influencia significativa en cada Sociedad por la introducción del euro, como:

- Criterios de valoración de la moneda extranjera.
- Criterios en la contabilización de las diferencias de cambio.
- Inversiones acometidas en sistemas de información para la introducción del euro.
- Gastos extraordinarios en que se ha incurrido.
- Nivel de implantación de los procesos internos en euros.

Por otra parte, la presentación de las cuentas anuales de los siguientes ejercicios (de 1999 en adelante) debería ser exclusivamente en euros. Para ello resultaría muy conveniente que todos los organismos receptores de datos contables y estadísticos acepten la posibilidad de que se presenten en dicha moneda:

- CNMV.
- Banco de España.
- Registro Mercantil.
- Ministerio de Economía y Hacienda (Impuesto de Sociedades, retenciones, etc.).

6. Remisión de información a organismos supervisores

De acuerdo con lo mencionado anteriormente, la pre-

(10) Las cuentas anuales de las sociedades y agencias de valores y sus grupos deben ser aprobadas en los cuatro primeros meses del ejercicio siguiente y presentadas en la CNMV en los 15 días hábiles siguientes a dicha aprobación (artículo 86 de la LMV y punto 2 de la norma 5.ª de la Circular 5/1990).

sentación de los estados financieros debe ser en euros desde enero de 1999, con independencia de lo apuntado en relación con las cuentas anuales de 1998. El Grupo de trabajo considera que para facilitar dicha remisión sería necesario que se adoptaran las siguientes medidas:

1. Replanteamiento de las normas contables:

Las normas contables aplicables a las sociedades y agencias de valores están recogidas en la Circular 5/1990 que requiere una revisión para adecuarse al desarrollo de los mercados, dado el tiempo transcurrido (por ejemplo, cuando se publicó dicha Circular ni siquiera existían los mercados de derivados) y la necesaria adaptación a la Unión Monetaria. Aprovechando esta necesaria revisión el Grupo de trabajo considera oportuno replantear algunos criterios de valoración y normas contables con objeto de hacer las normas más homogéneas a las del resto de intermediarios financieros (principalmente entidades de crédito y las normas contables que para éstas dicta el Banco de España). Con ello se pretenden aprovechar los procedimientos contables de otras entidades del grupo, en el caso de que existan éstas y, además, evitar perjuicios comparativos o penalizaciones, más o menos explícitas, entre las operaciones realizadas por distintos tipos de entidades.

2. Remisión de información fiscal:

En opinión del Grupo de trabajo, las liquidaciones de impuestos deberían ser en euros. Además, piensan que se debería solicitar al Ministerio de Hacienda que estableciera un modelo especial para la presentación del Impuesto de sociedades de las Empresas de Servicios de inversión, conforme a los formatos ya usados en la información que remiten a la CNMV, tal y como ya lo admiten para entidades de Crédito y Compañías de Seguros.

3. Información financiera y estadística a remitir a la CNMV:

En general, el Grupo considera que la información estadística requerida puede verse incrementada por la introducción del euro y por la transposición de la Directiva de Servicios de inversión (por ejemplo, por la creación de un Fondo de Garantía de Inversiones). Por ello, resulta fundamental que las salidas de información puedan ser automáticas, evitando al máximo manipulaciones de la información cuyo único objetivo sea adaptar la misma a distintos formatos. Para ello proponen dos alternativas (11).

- a) Que la remisión de información a la CNMV sea en unidades de euros:

(11) Actualmente las SAV remiten su información financiera y estadística en millones de pesetas y además se exige que venga cuadrada. Esto plantea el problema de que la información obtenida requiere ser manipulada y ello puede acarrear descuadres entre los distintos estados.

P.E. Supongamos que hay 4 partidas del Balance

con los siguientes saldos reales		Redondeando la información se obtendría	
Partida 1	400.000 ptas.	Partida 1	0 millones
Partida 2	400.000 ptas.	Partida 2	0 millones
Partida 3	400.000 ptas.	Partida 3	0 millones
Partida 4	400.000 ptas.	Partida 4	0 millones
TOTAL	1.600.000 ptas.	TOTAL	2 millones

Para evitar estos descuadres es necesario manipular los saldos y asignar 1 millón a 2 de las partidas con lo que la información no es cierta y, además, puede provocar descuadres con otros estados financieros.

Esta posibilidad permitiría obtener la información casi automáticamente y no habría que hacer manipulaciones previas antes de remitirla. Correspondería a la CNMV posteriormente realizar redondeos a magnitudes superiores si quisiera evitar manejar un alto número de dígitos en los datos agregados.

- b) Que la información se presente redondeada en miles de euros pero admitiendo que los estados no cuadren:

En ambos casos, las soluciones plantean problemas. En el primero, la dificultad informática de manejar números con muchos dígitos y, en el segundo, que los informes agregados pudieran presentar descuadres.

4. Remisión de información por línea:

Una forma de agilizar la remisión de información es a través de sistemas telemáticos.

7. Otros problemas de la implantación contable del euro

Además de los problemas antes mencionados se pueden plantear los siguientes:

1. Costes de la introducción del euro

La introducción del euro comporta una serie de costes para las empresas: administrativos, formación de personal, información a clientes y especialmente, informáticos. En algunos casos, el impacto de estos costes sobre los Resultados puede ser muy importante. Por ello, el Grupo de trabajo considera que se debe reflexionar sobre la posibilidad de diferir estos gastos y amortizarlos en un largo período de tiempo ya que, en principio, son costes que generarán beneficios en el futuro.

El principal problema que plantea esta posibilidad es cómo diferenciar qué costes se deben a la introducción del euro de aquellos que son habituales para adaptarse al entorno económico en que las entidades se desenvuelven. No obstante, un caso muy específico y de magnitud importante lo constituyen los costes informáticos. En este caso concreto, el Grupo de Trabajo considera conveniente que se modifique la normativa contable (12), de forma que no se exija que para ser activados estos gastos no superen el 10% de los gastos generales del ejercicio anterior.

2. Anticipación de los cambios normativos

La introducción del euro está sometida a gran cantidad de incertidumbres. Dado que la conclusión a la que ha llegado el Grupo de trabajo es que el big bang genera menos costes, resulta imprescindible que los cambios normativos, especialmente de aquellos como los contables, que tienen trascendencia en los sistemas informáticos, se anticipen al máximo.

(12) El punto 4d) de la Circular 5/1990 exige para que las aplicaciones informáticas puedan ser activadas que:

- Su utilidad previsible se extienda a varios ejercicios.
- Que sean elaborados por la propia empresa.
- Que su importe supere el 10% de los gastos del ejercicio anterior.

3. Incentivos fiscales

El cambio de los sistemas operativos ha de ser rápido en este tipo de entidades. Para ello sería conveniente que se establecieran incentivos fiscales en el tratamiento de las diferencias de cambio y en los costes asociados a la introducción del euro (informáticos, administrativos, formación, etc.). El Grupo considera oportuno poner de manifiesto su preocupación porque los costes fiscales sean un coste añadido más que pudiera entorpecer la transición al euro.

II. IMPLICACIONES DEL EURO SOBRE LA CONTRATACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

La sustitución de la peseta por el euro en el mercado de valores debe tener su punto de arranque en los mercados secundarios. Sin un compromiso claro y decidido por parte de los mercados de iniciar la cotización en euros y de los sistemas de compensación y liquidación de realizar sus funciones en dicha moneda desde el principio del período transitorio, resulta impensable que esa conversión tipo big bang se produzca en el resto de agentes del mercado.

Debido, precisamente, al papel tan importante que cumplirán los mercados como impulsores del cambio, el Grupo de trabajo relativo a sociedades y agencias de valores ha dedicado un apartado especial a analizar las implicaciones que la sustitución de la moneda pudiera tener sobre éstos, con dos objetivos:

1. Poner de manifiesto la opinión de las entidades sobre la necesidad de una rápida sustitución de la moneda, y
2. Analizar el impacto que la cotización y liquidación en euros tiene para las propias entidades.

1. Cotización de los mercados en euros

El Grupo de trabajo considera fundamental que todos los mercados secundarios españoles comiencen a cotizar en euros desde el día 4 de enero de 1999, ya que ello facilitaría el funcionamiento íntegro en euros, tanto dentro del seno de la entidad, como en las relaciones con clientes.

Pese a esta declaración de intenciones, la cotización en euros plantea numerosos interrogantes a las entidades, tanto referidos a cómo se va a llevar a cabo la contratación en sí misma como a la coordinación entre las entidades y los sistemas de contratación:

1. La contratación en euros exigirá la debida formación de los operadores, que además debería realizarse cuanto antes.
2. La difusión de la información de mercado requerirá coordinación con los sistemas informáticos de las entidades, y la realización de pruebas con la debida antelación (lo que se analizará con mayor detalle en el apartado relativo a implicaciones informáticas).

3. Será inevitable una cierta desorientación de los inversores en un primer momento, particularmente de los pequeños inversores que seguirán demandando, no de los mercados, pero sí de los intermediarios, la conversión de las cotizaciones a pesetas.

No ha considerado conveniente el Grupo de trabajo que, por esta razón, deban los mercados facilitar dicha información en ambas monedas, pero sí que las entidades dispongan de algún sistema o programa informático interno y auxiliar que facilite y agilice la labor de informar a los clientes de las cotizaciones en pesetas al menos durante los primeros días de cotización en euros. No obstante, cabe señalar que esta solución debería ser transitoria pues lo recomendable es que cuanto antes los inversores se acostumbren a la nueva moneda y ofrecer esta solución sistemáticamente no facilitaría este objetivo.

2. Redenominación de los valores

Otro aspecto de especial relevancia para conseguir el auténtico big bang en los mercados de valores es una rápida redenominación de los valores en circulación. Aunque no ha sido un tema objeto de discusión dentro de este grupo, sí se ha considerado necesario formular algunas recomendaciones que podrían facilitar este proceso:

1. *La redenominación ha de ser rápida.*

Es conocida la intención de la Central de Anotaciones de redenominar la deuda pública desde el primer momento, pero los principales problemas se plantean en la renta fija privada y la renta variable.

2. *La redenominación de la renta variable debería producirse durante el año 1999.*

Para ello, deberían establecerse mecanismos para facilitarla si se produce en esas fechas y penalizar los retrasos.

3. *Renta fija privada.*

Dada la complejidad y los costes burocráticos que acarrearán, sólo deberían redenominarse aquellos valores cuyo vencimiento supere el período transitorio (es decir, el 1 de enero del 2002). En aquellos valores cuyo vencimiento fuera inferior a esta fecha, no parece necesario, debido a los costes, que se redenominaran, bastando esperar al vencimiento, sin perjuicio de que su cotización sea en euros.

4. *La redenominación no debería acarrear costes de ningún tipo para los inversores.*

Este hecho debería ser tenido en cuenta, tanto por los emisores como por las entidades depositarias (13), dado que es un hecho que redundaría en beneficio del mercado en general y de los depositarios en particular.

5. *El valor nominal resultante debería ser un número entero de euros.*

(13) Actualmente la mayoría de las entidades depositarias tienen incluida una tarifa relativa a modificaciones de capital u otros cambios en las acciones.

Ello es debido tanto a razones de simplicidad, como de un mejor cálculo de las amortizaciones anticipadas en renta fija, o aumentos o reducciones de capital en caso de renta variable que pudiera ser necesario realizar para redenominar.

6. *El ajuste de los nominales no debe suponer nuevas aportaciones de fondos de los inversores.*

Además de que no tienen justificación alguna, complicarían el proceso de redenominación.

7. *No se deberían admitir nuevas emisiones que no fueran en euros desde 1999.*

Alternativamente, debería buscarse alguna fórmula que permitiera la redenominación automática o con trámites abreviados de las emisiones de 1998.

3. Aplicación de las tarifas de los mercados

En coherencia con las propuestas realizadas, el Grupo de trabajo considera oportuno que las tarifas de los mercados estén denominadas en euros o en cents de euro.

4. Horarios de los mercados

La creciente interrelación entre los valores negociados en los distintos mercados requiere un esfuerzo de coordinación de sus horarios. Este esfuerzo no se debe limitar a los mercados domésticos sino que, en la medida de lo posible, debe extenderse al resto de mercados europeos, pues la introducción del euro contribuirá sin duda a una mayor integración.

III. IMPACTO DEL EURO EN LAS RELACIONES CON LOS CLIENTES

1. Las cuentas de efectivo de los clientes

La regulación actual de las sociedades y agencias de valores permite que dichas entidades abran cuentas de efectivo de carácter instrumental y transitorio a sus clientes para facilitar la ejecución y liquidación de las operaciones desarrolladas por cuenta de ellos (14), sin más limitación que estos saldos sean invertidos en activos líquidos a corto plazo. Suponiendo que tal normativa no se modifique como consecuencia de la transposición de la Directiva de Servicios de Inversión (15), se plantean dos opciones en cuanto a los saldos de clientes:

- a) Mantener las cuentas actuales en pesetas y aceptar la posibilidad de que puedan existir cuentas en pesetas y en euros.
- b) Exigir que todas las cuentas estén denominadas obligatoriamente en euros.

El Grupo de trabajo ha considerado esta segunda opción como la mejor por las siguientes razones:

(14) Artículo 22.3 del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre Sociedades y Agencias de Valores.

(15) El artículo 10 de la Directiva de Servicios de Inversión exige que los Estados dispongan de normas que impongan a las entidades la adopción de medidas adecuadas en lo que se refiere a los fondos de los inversores a fin de proteger sus derechos, y evitar que la empresa de servicios de inversión utilice por cuenta propia los fondos de los inversores.

1. *Coordinación con el mercado*

Según se ha puesto de manifiesto, los mercados de valores han optado por una introducción del euro tipo big bang (contratación, sistemas de compensación y liquidación, etc...) por lo que parece lógico que las cuentas de los clientes deban estar denominadas en euros también.

2. *Simplicidad Operativa*

El hecho de que el funcionamiento interno de las entidades sea *exclusivamente* en euros (algo que será definitivo a partir del año 2002) simplifica considerablemente las modificaciones a realizar en los sistemas informáticos y en los procesos contables. Disponer de cuentas en ambas monedas complicaría las relaciones con los clientes.

3. *Elimina los errores de redondeo*

Pese a la existencia de reglas concretas de redondeo (recogidas en el borrador del Reglamento sobre la introducción del euro), hacer conversiones con redondeo implica que puedan generarse diferencias a favor o en contra de la entidad o del cliente. El Grupo de trabajo considera que la mera existencia de diferencias (que se ven ampliadas cuando resulte necesario realizar varias conversiones) puede provocar malestar en algunos inversores, aunque se apliquen correctamente las reglas de conversión, por lo que sería mejor evitarlas (16).

Por todo ello, el Grupo de trabajo considera oportuno que todas las transacciones con los clientes se realicen en euros, lo que implica que:

- a) Las cuentas de efectivo sobre sus clientes estén denominadas exclusivamente en euros, sin que exista la posibilidad que ofrecen las entidades de crédito de que existan cuentas en ambas monedas.
- b) Todos los cargos y abonos que se realicen en dichas cuentas vendrán cifrados en euros. Es decir, si un cliente pretende ingresar o extraer, p.e. 1.000.000 de pesetas, en el recibo correspondiente a tal ingreso o detracción aparecerá su contravalor en euros, figurando que la operación ha sido realizada en esta última moneda. Dicho de otra forma, el convertidor (que transforma una moneda en otra) estaría, a estos efectos, situado fuera de la entidad.
- c) En el caso de que las empresas de servicios de inversión reciban transferencias bancarias de sus clientes, resulta necesario que las cuentas bancarias de la empresa de servicios de inversión estén denominadas en euros. En este caso, correspondería a la entidad de crédito realizar la conversión.
- d) Todas las cuentas de efectivo de los clientes abiertas en entidades de crédito y asociadas a la prestación de servicios por entidades del mercado de valores, deberán estar denominadas en euros. Tal sería el caso de las cuentas

asociadas a la prestación de servicios de depósito y administración de valores y gestión discrecional de carteras de valores, o simplemente cuentas corrientes en las que se carguen las liquidaciones de compraventas realizadas por el cliente.

En realidad, este requisito no sería estrictamente necesario puesto que la empresa de servicios de inversión sólo utilizaría dicha cuenta para realizar cargos por las comisiones a cobrar, y podría realizar cargos en euros (sus tarifas estarán denominadas en dicha moneda), aunque la cuenta estuviera denominada en pesetas. Sin embargo, el Grupo considera conveniente que no haya excepciones y que las entidades del mercado de valores exijan a sus clientes (en los contratos correspondientes) que las cuentas estén denominadas en euros.

- e) La información a los clientes sobre saldos y movimientos de sus cuentas de efectivo deberá ser en euros, sin perjuicio de que a *efectos informativos* se le ofrezca también su contravalor en pesetas.

Estos requisitos, que se han considerado imprescindibles para operar en los mercados de valores, tienen un coste importante, especialmente en términos comerciales, ya que se ha optado por una alternativa que es más reducida en términos operativos que la que ofrecen las entidades de crédito. Por esta razón, el Grupo considera que la adopción de este sistema operativo debería ser respaldado por las autoridades correspondientes.

Para ello, se propone hacer uso de la posibilidad que ofrece el Borrador de Reglamento del Consejo sobre la introducción del euro de que «cada Estado miembro participe adopte las medidas necesarias para... permitir el cambio de la unidad de cuenta de sus procedimientos operativos de la unidad monetaria nacional a la unidad euro a:

- a) Los mercados en los que se negocien, compensen y liquiden regularmente los instrumentos enumerados en la sección B del Anexo de la Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables y las mercancías, y
- b) Los sistemas en los que se intercambien, compensen y liquiden regularmente pagos».

Dicho de otra forma, para beneficiarse de las ventajas operativas que supone operar exclusivamente en la moneda euro y evitar los costes comerciales sería necesario que tal posibilidad se convirtiera en obligatoria en cuanto a las cuentas de efectivo de los clientes en las entidades del mercado de valores. Ello encontraría su justificación en:

- La necesidad de un funcionamiento integral del mercado de valores en euros.
- La naturaleza instrumental, transitoria y finalista de las cuentas de efectivo de los clientes en las empresas de servicios de inversión.
- La obligatoriedad de liquidar las operaciones en euros.

(16) El problema de los redondeos se explicará con más detenimiento en el punto correspondiente a información a los clientes.

2. Aplicación de las tarifas a los clientes

Las tarifas que aplican las entidades a sus clientes deben venir cifradas en euros. Las tarifas que se aplican por operaciones o servicios prestados en el mercado de valores suelen ser:

1. Un porcentaje sobre alguna base de cálculo.

Ésta, en la mayoría de los casos, será en euros (efectivo intermediado, valor de la cartera, etc...) y no se plantearía ningún problema.

No obstante, sí se podría plantear cuando la base de cálculo esté cifrada en pesetas. Tal es el caso, por ejemplo, de las tarifas de Depósito y Administración de valores que suelen ser un porcentaje sobre el valor nominal de los valores depositados. Teniendo en cuenta que el proceso de redénominación de los valores emitidos, especialmente de la renta variable no será inmediato, se plantean las siguientes alternativas:

- Modificar el folleto de tarifas para incorporar una base de cálculo en euros (p.e. el efectivo).
- Realizar el cálculo de las tarifas correspondientes en pesetas y convertirlo en euros a efectos de su aplicación, conforme a las reglas de conversión.

La solución, en ambos casos, es sencilla, aunque debe preverse por las entidades con la suficiente antelación ya que, en un caso, requerirá la modificación de los folletos de tarifas y, en el otro, de los programas informáticos.

2. Un componente fijo que, o bien se aplica por cada operación (por ejemplo una determinada cantidad por cada contrato de derivados), o es un mínimo en operaciones de bajo importe efectivo (por ejemplo, en compraventas en mercados organizados se suele aplicar un 3 por mil, con un mínimo de 1.000 pesetas).

Actualmente estos importes están cifrados en pesetas, por lo que para una correcta aplicación deberían ser modificados y cifrados en euros. No resulta conveniente sin embargo que, estando cifrados en pesetas, se apliquen en euros ya que los redondeos podrían hacer que se superase ese importe mínimo fijado en pesetas.

Por ejemplo: Si una entidad tiene unas tarifas en las que el mínimo por operación es de 1.000 pesetas y suponemos un factor de conversión de 1 euro = 162,987 pesetas, la tarifa en euros sería: $1.000/162,987 = 6,135458$

— Si la tarifa se redondea al cent más próximo sería 6,14

— Pero $6,14 \times 162,987 = 1.000,74$

— Que redondeado a pesetas sería 1.001 pesetas

En este supuesto, si la tarifa se aplicara según se ha descrito, el cliente podría reclamar por la aplicación de una tarifa superior a la contenida en el folleto (17).

(17) El artículo 11 del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre Normas de Actuación en los Mercados de Valores prohíbe cargar a los clientes comisiones o gastos superiores a los contenidos en los folletos de tarifas comunicados a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Tampoco sería de ayuda que los mínimos aparecieran cifrados en ambas monedas, ya que como se ha visto en el ejemplo anterior su aplicación no es neutral y se podría plantear el problema de por qué se aplica en una moneda y no en otra.

En el ejemplo, poner en las tarifas que el mínimo es 1.000 pesetas o 6,14 euros, sigue sin solucionar el problema. No es válido tampoco que se ponga 6,13, ya que, en ese caso el mínimo en euros sería $6,13 \times 162,987 = 999,11$.

En consecuencia, la mejor opción es modificar los folletos de tarifas para cifrar los mínimos en euros.

Esta modificación presenta otro problema adicional en relación con las tarifas aplicables a operaciones o servicios regulados por un contrato si la publicación del factor de conversión peseta-euro se hace después del mes de noviembre de 1998. En este caso, la normativa actual (18) exige que la modificación de las tarifas sea comunicada por escrito al cliente disponiendo éste de dos meses para modificar o cancelar la relación contractual sin que le sean de aplicación las tarifas modificadas. Si la publicación de los factores de conversión se realizara después de noviembre, sería difícil que las tarifas en euros pudieran ser aplicadas desde enero de 1999, lo que plantearía los problemas antes mencionados.

Por ello, el Grupo de trabajo considera que tal período no debería ser de aplicación cuando la modificación se refiera exclusivamente a cifrar una cantidad en euros, siempre que se apliquen correctamente los factores de conversión. En el caso en que las reglas de redondeo se apartasen del criterio general con objeto de que fueran favorables para el cliente, cabría entender que se trata de una modificación de las tarifas beneficiosas para el cliente (en el ejemplo cuando se aplicara la tarifa de 6,13), por lo que podría aplicarse directamente (19).

3. Relaciones contractuales con clientes

El Borrador de Reglamento del Consejo Europeo sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro establece el principio de la continuidad de los contratos y otros instrumentos jurídicos, sin perjuicio del respeto al Principio de libertad contractual (20). En relación a este artículo, habría que entender que la libertad contractual sólo opera en caso de cláusula expresa. Es decir, existirá continuidad del contrato, salvo que se haya establecido previa y expresamente cláusula en contra.

La primera propuesta que el Grupo de trabajo considera importante realizar al respecto es que, pese a que el Reglamento será aplicable directamente a los Estados de la Unión Europea, se considera conveniente que se apruebe una disposición nacional que lo reproduzca, con

(18) Número 9.3 de la Orden de 25 de octubre de 1995, de desarrollo parcial del Real Decreto 629/1993.

(19) Último inciso del punto 3 de la Norma 13.ª de la Circular 1/1996, de 27 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas de actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones del mercado de valores.

(20) El artículo 3 del Borrador de Reglamento establece «la introducción del euro no tendrá como consecuencia que se altere ninguna condición de un instrumento jurídico o que se exima o excuse de su cumplimiento de lo establecido en él ni otorgará a parte alguna el derecho o alterarlo o rescindirlo unilateralmente. Esta disposición se entiende sin perjuicio de todo aquello que las partes hayan podido acordar».

objeto de dar mayor publicidad a dicho precepto dada su importancia.

Con independencia de la continuidad de los contratos, el euro plantea algunos problemas prácticos en la contratación que es necesario abordar:

1. *Sustitución de los contratos de cuentas de efectivo*

Según lo comentado anteriormente, la minimización de los costes de introducción del euro pasa por la transformación de las cuentas de efectivo de los clientes a euros. Para ello, también se ha comentado que la mejor opción es que tal sustitución venga apoyada por la legislación. Si esto es así, no debería haber ningún problema en la sustitución de los contratos con los clientes, ya que los mismos seguirían vigentes, pero denominados en euros. El saldo de apertura de dichas cuentas sería la conversión del saldo final de 1998 a euros, conforme a las reglas de conversión.

2. *Aplicación de las tarifas en relaciones contractuales*

Existen otros problemas en relación con la aplicación de las tarifas, aparte del comentado de la comunicación anticipada de los cambios de las mismas.

En muchos casos, las tarifas correspondientes a una relación contractual aparecen expresamente en el contrato firmado con el cliente (y no sólo como una mera referencia al folleto de tarifas, con entrega de la hoja correspondiente, aspecto tratado anteriormente) por lo que su cambio, podrá requerir una modificación a su vez de la cláusula correspondiente o incluso del contrato en su conjunto, añadiendo costes administrativos y retrasos.

La solución a este problema (con independencia de la ya apuntada de bajar las tarifas), pasaría por anticipar dicha modificación en los contratos ya suscritos mediante la introducción de una cláusula que asegure su validez aunque se modifique la expresión monetaria de las tarifas. Sería una modificación ordinaria del contrato, pero podría llevarse a cabo en un período anterior.

Por otra parte, tal cláusula podría incorporarse a los nuevos contratos que se firmen, para lo que sería necesario modificar previamente el modelo de contrato-tipo comunicado a la CNMV, si se tratara de un servicio que lo exigiera. Una posible redacción de dicha cláusula sería:

«Las tarifas expresadas en pesetas a que se refiere este contrato podrán ser sustituidas por su equivalencia en euros calculadas conforme a las reglas de redondeo y tipo de conversión que se establezca en las normas que a tal efecto se dicten como consecuencia de la incorporación de España a la Unión Monetaria, sin que pueda entenderse que tal conversión suponga una modificación de las mismas.»

3. *Deber de información a los clientes*

Como ya se ha mencionado, la continuidad de los contratos estará legalmente asegurada. Sin embargo, algunas entidades ya están incorporando

en sus contratos cláusulas haciendo mención a la posible sustitución de la moneda y a la continuidad del contrato. Estas cláusulas, que podrían denominarse «informativas», no añaden contenido jurídico al contrato. Sin embargo, el Grupo de trabajo ha considerado oportuno que se introduzcan en los contratos que se firmen desde ahora, ya que cumplen la obligación «moral» de informar a los clientes de hechos que pudieran afectar a las relaciones establecidas con ellos.

Es decir, tales cláusulas han de considerarse, por un lado, necesarias por el deber general de informar a los clientes y de la buena fe y confianza que debe presidir las relaciones con ellos, y por otro lado, convenientes para transmitir la «cultura euro» a los inversores lo antes posible, lo que también ha de considerarse como una obligación «moral» de las entidades.

La A.E.B. ha elaborado la siguiente cláusula, que es compartida por el Grupo de trabajo:

«Las partes declaran conocer que, durante la vigencia de este contrato, la peseta puede ser sustituida por la Moneda Única Europea y que, en tal caso, este contrato no experimentará ninguna modificación, por efecto de la introducción de la moneda única. Las cantidades en pesetas a que el mismo se refiere serán sustituidas por las cantidades correspondientes de la moneda única calculadas al tipo de conversión que se establezca en las normas que a tal efecto se dicten.»

4. *Desaparición de índices y del ECU. Referencia a tipos de interés*

Algunos contratos incorporan referencias a tipos de interés, tanto fijos como variables, o a monedas como el ECU que serán sustituidas por el euro.

En el caso de tipos de interés fijos no parece que la sustitución de la moneda plantee problemas específicos distintos de los mencionados con carácter general. Sin embargo, en el caso de tipos de interés variables, el índice de referencia podría desaparecer o perder representabilidad (esta posibilidad se ha comentado con insistencia sobre el índice Mibor). No parece haber aún una solución plenamente satisfactoria para responder a este hecho, ya que no se pueden prever cuáles serán los índices representativos que sustituirán a los actuales.

Por último, a pesar de que la conversión del ECU por el euro, con paridad 1:1 está recogida en el Reglamento del Consejo Europeo relativo a la introducción del euro, el Grupo considera conveniente que en los contratos que tienen referencias al ECU se haga una mención a la sustitución por el euro. En este caso, el Grupo de trabajo considera válida la propuesta de cláusula elaborada por la AEB que dice:

«Las partes declaran conocer que, durante la vigencia de este contrato, el ECU puede ser sustituido por la moneda única europea y que, en tal caso, este contrato no experimentará ninguna modificación, por efecto de introducción de la moneda única. Las cantidades de ECUs a que el mismo se refiere serán sustituidas por las cantidades

correspondientes de la moneda única, calculadas al tipo de conversión de un ECU por una unidad de la Moneda Única, conforme establece el artículo 109 L.4 del tratado constitutivo de la Comunidad Europea...».

5. Contratos firmados con terceros países

Se pueden considerar dos casos con problemas distintos:

- a) Contratos firmados con países de la Unión Europea que no se incorporen a la Unión Monetaria.

En estos casos no parece que pueda haber problema alguno, pues el Principio de Continuidad de los contratos estará establecido en un Reglamento, que será de aplicación a todos los países de la Unión Europea, con independencia de que se incorporen o no a la Unión Monetaria.

- b) Contratos firmados con países ajenos a la Unión Europea.

Este caso, sí plantea problemas de importancia cuando la Ley aplicable al contrato sea la del país tercero, y la continuidad del contrato perjudique a la parte de dicho país.

Dicho de otra forma, si en un contrato de larga duración (por ejemplo un SWAP de divisas) la parte residente en un país tercero sale perjudicada por la continuidad del contrato, denunciará éste si la Ley aplicable es la de su país, en base a que la sustitución de la moneda supone una modificación de relevancia en las condiciones en las que se contrató (en un SWAP sería una modificación esencial).

El Borrador de Reglamento sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro considera que el principio de continuidad de contratos es un principio de carácter universal (21). Aunque la mención que a tal efecto hace el Reglamento pone de manifiesto una preocupación por este hecho, ya que no hay nada que asegure que eso vaya a ser así.

Por esta razón, parece conveniente que, en el caso de contratos ya firmados se inste ahora la introducción de una cláusula que asegure su continuidad, con objeto de evitar la incertidumbre antes de que se conozcan con certeza los efectos que la sustitución de la moneda pueda tener para los contratantes.

Si ello no fuera posible, no parece que se pueda hacer mucho más que justificar la continuidad ante las autoridades encargadas de decidir, en base a que la Unión Monetaria es un hecho conocido desde los orígenes de la Comunidad Económica Europea, aunque el momento de su entrada en vigor fuera incierto.

(21) El considerando ocho del Borrador de Reglamento establece: «Considerando que la introducción del euro constituye una modificación de la legislación monetaria de cada Estado miembro participante; que el reconocimiento de la legislación monetaria de cada Estado es un principio generalmente reconocido; que la confirmación explícita del principio de continuidad debe conllevar el reconocimiento de la continuidad de los contratos y otros instrumentos jurídicos en la jurisdicción de países terceros».

En cualquier caso, es conveniente la introducción de la cláusula en contratos futuros. El contenido de ésta bien podría ser el de la «cláusula informativa» que se recomienda para todos los contratos.

4. Información a los clientes

Aunque como ya se ha mencionado, el funcionamiento de las empresas de servicios de inversión será en euros, parece aconsejable que durante el período transitorio la información que se suministre a los clientes se haga en las dos monedas (pesetas y euros) o en más cuando se trate de inversiones en otras divisas, aunque se hayan incorporado a la moneda única.

La normativa actual, sin perjuicio del deber genérico de información a los clientes (22), establece dos tipos de información que ha de suministrarse a los clientes:

- a) Discrecional. Comprende las liquidaciones correspondientes a cada operación efectuada en la que debe figurar el importe de la operación, los gastos que conlleva, etcétera.
- b) Periódica. Referida a la situación y evolución de sus inversiones. Esta información está vinculada a relaciones estables y duraderas entre entidad y cliente (relaciones contractuales, como por ejemplo Depósito y Administración de valores y Gestión discrecional de Carteras).

La remisión de información en dos monedas plantea ciertos problemas:

1. Efectos del redondeo

Dado que los procesos operativos y las cuentas de los clientes serán en euros, parece lógico que la información al cliente también se edite en euros.

No obstante, el Grupo de trabajo considera oportuno que, a efectos informativos, al menos durante un período prudencial de uno o dos años, también se presente una equivalencia en pesetas. Esta equivalencia no debería ser otra cosa que la aplicación del factor de conversión a los importes en euros.

Dicho de otra forma, sólo la información en euros será la que refleje fielmente las operaciones de los clientes (ya que éstas se habrán realizado en esta moneda) y por tanto estará cuadrada. Sin embargo, debido a los redondeos y a que la información en pesetas es simplemente un resultado aritmético, es decir no tiene una contrapartida patrimonial, no cuadrará sino que reflejará una equivalencia aproximada en pesetas de las operaciones efectivamente realizadas en euros.

Para evitar reclamaciones de los clientes por esta razón, el Grupo de trabajo considera conveniente que en el caso de que se hubieran realizado varias operaciones, sólo debería convertirse a pesetas el *saldo final* de las operaciones o, alternativamente podrían presentarse las cifras individuales pero redondeadas a miles de pesetas.

(22) Artículo 5 del Código General de Conducta anexo al Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre Normas de Actuación en los Mercados de Valores y Registros Obligatorios y puntos 1 y 5 del número noveno de la Orden de 25 de octubre de 1995.

Con objeto de comprobar el efecto del redondeo se ha elaborado un ejemplo incluido en el anexo 1, que pone de manifiesto la existencia de errores que cabría calificar de reducidos, pero que en entidades con muchos clientes o con clientes muy activos podrían ser considerados de relevancia.

2. Información sobre nominales

Uno de los contenidos mínimos de la información periódica a remitir a los clientes es el valor nominal de sus valores. Dado que el proceso de redención de valores posiblemente se alargará durante el período transitorio, es probable que en un determinado momento existan nominales en euros y otros en pesetas, lo que puede cargar de información los modelos usados con los clientes y complicar los procesos informáticos para obtenerlos.

Por ello, el Grupo de trabajo considera beneficioso que se eliminara esta información de los informes periódicos durante el período transitorio, sin perjuicio de que a petición del cliente se deba suministrar. Esta información no es de carácter imprescindible para los clientes y, además, suele ser de fácil acceso (está en los Boletines de Cotización).

Alternativamente se podría ofrecer dicha información en euros como resultado de multiplicar el nominal en pesetas por el factor de conversión.

3. Edición de la información

El Grupo considera conveniente que la información correspondiente a diciembre de 1998 ya sea emitida en euros, como información adicional de la correspondiente en pesetas. Es decir, en este caso particular sería precisamente la información en pesetas la que debería cuadrar y la de euros simplemente informativa (al contrario que lo comentado anteriormente), excepto el saldo en euros una vez convertido conforme a las reglas de conversión, que serviría de saldo de apertura de la cuenta en euros correspondiente a 1999.

4. Información fiscal a clientes

El Grupo de trabajo considera conveniente que se dicten normas concretas sobre el cálculo de plusvalías y otros rendimientos de los clientes en el mercado de valores y sobre la forma de informar a éstos, siendo conveniente que tal información sea emitida exclusivamente en euros, por coherencia con las conclusiones a las que ha llegado el grupo.

5. Registro de operaciones y Archivo de Justificantes de Órdenes

En general, la sustitución de la moneda no plantea especiales problemas en la confección del Registro de Operaciones ya que éste contiene una mención a la moneda a la que se refieren las distintas operaciones.

Sin embargo, sí se plantean problemas en el Archivo de Justificantes de Órdenes, ya que todas las órdenes sobre valores recibidas a partir del 1 de enero de 1999 deberían considerarse como realizadas en euros.

Teniendo en cuenta que la normativa exige que las órdenes de los clientes sean claras y precisas en su alcance y sentido, de forma que tanto ordenan-

te como receptor conozcan con exactitud sus efectos (23), y que no parece fácil cambiar los hábitos de actuación de los clientes de forma inmediata (24), el Grupo considera oportuno que se introduzca una advertencia en todas las órdenes escritas o bien en los contratos que, en su caso, regulen la forma y contenido de las órdenes recibidas por otros medios (telefónicos, routing, etc...), que señale que la orden se considerará dada en euros, con independencia de que venga cifrada en pesetas. Esta advertencia podría ser la siguiente:

«La presente orden sobre valores se considerará formulada en moneda euro a todos los efectos. En el caso de que sea formulada en pesetas, se convertirá a dicha moneda conforme a las normas de conversión establecidas legalmente.»

La formulación de las órdenes en euros plantea dos problemas:

1. Diferenciar entre euros y pesetas.—La conversión de las pesetas a euros puede dar lugar a picos, ya que la conversión en muchos casos no será exacta. En este caso, el grupo considera que es mejor redondear la orden a euros por defecto.

Por ejemplo, si un cliente da una orden de 1.000.000 de pesetas, tal orden en euros (con un factor de conversión de 162,984 pesetas/euro) será de 6.135,57 euros.

Si suponemos que la operación ordenada (p.e. una compra) sólo podría completarse con un número entero de euros, quedaría a voluntad de la entidad entender que la orden se refiere a 6.136 euros, cubriendo temporalmente la diferencia la propia entidad.

No obstante, se recomienda para evitar reclamaciones y costes que en algún caso puede ser difícil recuperar, que se ejecute por defecto, con lo que quedaría un pico en euros sin realizarse, que lógicamente habría que devolver al cliente.

2. Validez de las órdenes formuladas en 1998 con respecto a 1999.

El Grupo de trabajo considera necesario que todas las órdenes de 1998 se consideren anuladas en 1999 (25).

IV. IMPLICACIONES INFORMÁTICAS DEL EURO

1. Aspectos generales

Uno de los principales problemas operativos con que se encuentran los intermediarios del mercado de valores es la adaptación de sus programas informáticos, no sólo por el coste que ello pueda suponer, sino también por la carga de trabajo y los posibles errores que se originen dada la premura de tiempo con que habrán de acometerse.

Con objeto de que estos cambios sean lo menos cos-

(23) Artículo 4 del Real Decreto 629/1993.

(24) Es habitual, por ejemplo, formular las órdenes de suscripción y reembolso de Fondos de Inversión en pesetas.

(25) Habitualmente las órdenes dadas a partir del día 25 de un mes son válidas para el mes siguiente.

tosos y más rápidos posible, el Grupo de trabajo ha considerado que se deben cumplir los siguientes requisitos:

1. Debe establecerse de forma clara la forma de realizar las conversiones y los redondeos (26).
2. Las normas y criterios que regulen aspectos del euro que afecten a los sistemas informáticos (contables, fiscales, de información a clientes) deben anticiparse al máximo.
3. Se deben evitar las excepciones. Por ejemplo, si se obtiene la conclusión de que todas las salidas de información estadística y financiera deben ser en euros, no cabe aceptar que exista ni siquiera una en pesetas; a efectos informáticos es igual que haya una o más porque implica duplicidad de sistemas.
4. La implantación del euro requiere un esfuerzo de coordinación entre los agentes del mercado que el Grupo de trabajo quiere destacar como imprescindible.
5. Se debe evitar que antes de 1999 se publique legislación que suponga el desarrollo de nuevos sistemas informáticos.

La rapidez y eficacia de los cambios informáticos dependerá del grado de cumplimiento de las premisas o requisitos anteriores.

2. Ubicación de los convertidores. Relaciones externas en euros

Desde un punto de vista informático, el cambio al euro mediante un big bang interno es la alternativa más adecuada. Conforme a esta opción, todas las entradas en pesetas deben ser convertidas a euros y todas las salidas se convertirán, si fuera necesario, a pesetas. Es decir, la entidad funcionaría internamente en euros y tendría dos convertidores: uno a la entrada y otro a la salida.

Esta conclusión implica que, con independencia de que el soporte material (papel) venga cifrado en pesetas, el

(26) Reglas de Redondeo y Conversión.

Aunque no son definitivas, las reglas de redondeo y conversión contenidas en el Proyecto de Reglamento sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro son las siguientes:

1. Los tipos de conversión se adoptarán en forma de un euro en términos de cada una de las monedas nacionales de los países participantes con seis cifras significativas.
En el caso español, la conversión sería con tres decimales (p.e. 162,384 pesetas por 1 euro. En el caso de libras se trataría de cinco decimales).
2. Los tipos de conversión no se redondearán ni truncarán cuando se lleven a cabo las conversiones.
3. Los tipos de conversión se utilizarán en ambos sentidos entre la unidad euro y las unidades monetarias nacionales. No se utilizarán los tipos inversos calculados a partir de los tipos de conversión.
Ejemplo:
Si se pretende convertir 1.000.000 pesetas a euro al tipo de conversión 162,384 pesetas/euro.
El cálculo sería: $1.000.000/162,384 = 6.158,24$ euros
pero nunca: $1.000.000 \times (1/162,384 = 0,006158) = 6.158,00$ euros
4. La conversión entre distintas monedas nacionales ha de realizarse convirtiendo primero a euros y redondeando, como mínimo, al tercer decimal, para posteriormente convertir los euros a la otra moneda nacional.
5. Los redondeos se efectuarán al cent más próximo, en caso de que sea cinco se redondeará a la cifra superior, sin perjuicio de que los cálculos internos se realicen con todos los decimales necesarios para evitar errores.

tratamiento informático interno sería en euros. Todo lo anterior, sin perjuicio de que haya que conservar información en pesetas y se mantengan los datos históricos en dicha moneda.

3. Series históricas de datos

Por otra parte, la implantación del euro va a suponer un antes y un después en los sistemas informáticos. Ello plantea algunas cuestiones:

1. Archivo de datos y comparaciones históricas

Toda la información archivada por las entidades hasta el 31 de diciembre de 1998 estará denominada o referenciada a pesetas. La duda que se puede plantear es si conviene convertir dicha información a euros con objeto de que pueda ser comparable.

El Grupo de trabajo ha considerado que no es conveniente. La información debería archivar en pesetas, y sólo cuando fuera requerida la conversión se aplicarían las reglas sobre conversión y se obtendría en la misma moneda. En cuyo caso, hay que destacar que técnicamente se estarían comparando datos de forma ficticia ya que el euro no existe hasta el año 1999.

2. Comparación de datos históricos en distintas divisas

El problema antes descrito se complica cuando se pretenda comparar datos referidos a distintas divisas. En este supuesto habría que tener en cuenta y advertir al usuario correspondiente que la conversión mediante un factor de conversión fijo de series originariamente en monedas distintas anula las variaciones cambiarias entre las mismas.

3. Petición de datos históricos

Teniendo en cuenta que el archivo de datos históricos se realizará en la moneda origen, el Grupo de trabajo considera conveniente que todas las peticiones que los organismos públicos y supervisores realicen sobre dicha información sea solicitada en dicha moneda de origen.

En el caso de peticiones de clientes sobre datos históricos se debería seguir el mismo criterio y sólo cuando expresamente solicitaran la información en euros se aplicaría la conversión a los datos en pesetas, aunque habría que advertir que dicha conversión es sólo a efectos informativos.

4. Diseño de las bases de datos

La sustitución de las pesetas por euros se añadirá a dos problemas específicos para los sistemas informáticos:

1. La introducción de decimales

Para evitar costes adicionales, el Grupo de trabajo considera suficiente que las bases de datos se almacenen en cents de euro con objeto de eliminar las «comas». No obstante, ello requiere que en las salidas se tenga en cuenta esta característica o se diseñen salidas que incorporen las «comas».

2. El año 2000

Dada la coincidencia temporal con la introducción del euro, resulta necesario que las modificaciones de los sistemas se aprovechen para solucionar este problema.

5. Renovación de los códigos ISIN y redenominación de los valores nominales

Como se señaló al analizar las premisas necesarias para reducir el impacto del euro sobre los sistemas informáticos de las entidades, sería conveniente que el big bang en la sustitución de la moneda fuera completo.

Sin embargo, no es de esperar que haya big bang en la redenominación de valores, siendo probable que ésta se produzca a lo largo de un dilatado período. El Grupo de trabajo considera oportuno instar a que se tomen las medidas oportunas para que la redenominación de valores se haga de la forma más rápida posible. Los problemas que plantea disponer de nominales en pesetas ya fueron comentados en el apartado correspondiente a información a la clientela.

Con independencia de ello, a nivel operativo la redenominación plantea un problema adicional que es la asignación de la moneda en que está denominado cada valor en cada momento del tiempo. Es decir, a la hora de conocer si un determinado valor está cifrado en pesetas o euros hay dos opciones:

- a) se introduce una fecha que distinga a partir de qué momento un valor está denominado en euros, manteniendo el código ISIN o,
- b) se modifica el código ISIN, sin necesidad de asignar fechas.

El Grupo de trabajo cree que es mejor una nueva asignación de dicho código, ya que sería, en primer lugar, más real (al fin y al cabo la redenominación va a suponer la sustitución de unos valores por otros que no tienen por qué ser fungibles) e informáticamente más sencillo de incorporar a los procesos internos.

6. Número de decimales de los procesos internos

Es muy frecuente que en las relaciones informáticas que las entidades mantienen con otras entidades, organismos supervisores o servicios de compensación y liquidación surjan descuadres o errores debidos, en algunos casos, a sistemas de cálculo interno distintos. Para que con la introducción del euro las fórmulas de conversión (o la existencia de decimales, etc...) no provoquen estas diferencias, sería conveniente aprovechar las modificaciones para que se coordinaran todas las entidades implicadas y fijaran el número de decimales con que se realizarán los cálculos internos.

7. Costes y plazos de adaptación de los sistemas informáticos

Según los miembros del Grupo de trabajo resulta muy difícil evaluar los costes y el tiempo necesario para adaptar los sistemas informáticos, especialmente porque aún existen altos grados de incertidumbre sobre cómo va a

ser el mercado del 1 de enero de 1999. Pero también porque una renovación de sistemas tan radical suele ser aprovechada para corregir errores previos, actualizar procedimientos, renovación de maquinaria, etcétera.

En cualquier caso, todos coinciden en afirmar que la adaptación completa al euro puede llevar, cuando menos, nueve meses, sin que pueda aventurarse nada sobre los costes. Por lo tanto, resulta imprescindible que las entidades diseñen un plan de actuación en sistemas informáticos estableciendo las prioridades, y que comiencen a trabajar en aquellos problemas que no requieren coordinación o información externa, como por ejemplo el diseño funcional de las bases de datos, la información a clientes y la introducción de decimales en programas que requieran mínimas modificaciones.

8. Coordinación de los agentes implicados y pruebas de funcionamiento

Teniendo en cuenta la complejidad de los sistemas y la interconexión, antes mencionada, con otras entidades y organismos de mercados, el Grupo cree conveniente que las entidades realicen sus primeras pruebas internas no más tarde de junio de 1988 y que se realicen pruebas entre miembros, mercados y sistemas de compensación antes de septiembre de 1998.

Para ello, solicitan de dichos organismos la fijación de una fecha con la suficiente antelación, así como la difusión a todas las entidades de los avances en decisiones, criterios, normativa, etc..., que vayan adoptando en relación a la moneda única.

V. IMPLICACIONES ADMINISTRATIVAS DEL EURO

Al margen de las implicaciones operativas ya analizadas, el euro exigirá de las empresas de servicios de inversión modificaciones administrativas «menores», que no por tal carácter deben posponerse en el tiempo. Tal es el caso, por ejemplo, de la adaptación de capital social a euros, edición de folletos, facturas, etcétera.

La recomendación del Grupo de trabajo en este aspecto no puede ser otra que la rapidez en el ajuste, por lo que podría ser conveniente el establecimiento de «trámites abreviados», no sólo con la CNMV, sino también ante notarios, Registro Mercantil, etc... Además, se ve conveniente que exista un incentivo fiscal que facilite esta rapidez.

B. IMPLICACIONES ESTRATÉGICAS DE LA ADOPCIÓN DEL EURO

El euro no puede considerarse como la mera sustitución de una unidad por cuenta de otra, por grandes implicaciones operativas que ello conlleve. Detrás de esta sustitución, hay importantes consecuencias económicas que afectarán de forma sustancial a la estructura de los mercados financieros en general, y a los de valores en particular.

Por otra parte, la Unión Monetaria supone un paso adicional en la integración de los mercados de valores europeos, tras la entrada en vigor de la Directiva de Servicios

de inversión, que permite la libre prestación de dichos servicios en el ámbito de la Unión Europea. En España, la posible coincidencia temporal entre ambos eventos, la transposición de la Directiva de Servicios de inversión y la Unión Monetaria, hacen que el efecto integrador se vaya a manifestar con mayor intensidad y además en un período de tiempo más reducido, sin posibilidad de corregir errores estratégicos previos.

Por todo ello, con independencia de la adaptación de los procesos operativos a la nueva moneda, adquieren una gran importancia las decisiones estratégicas (tanto externas como de organización interna) que adopten las entidades para afrontar los cambios.

El Grupo de trabajo ha analizado los efectos sobre la competitividad, y sobre la estructura interna de las entidades.

I. EFECTOS SOBRE LA COMPETITIVIDAD DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLAS

1. Entrada de nuevos competidores

La apertura de las fronteras a la prestación de servicios de inversión y la posibilidad de realizar éstos en la misma moneda, es decir, sin costes de transacción por el cambio podrán, en opinión de casi todo el Grupo, aumentar los niveles de competencia en el mercado español, reduciéndose los márgenes y eliminándose las entidades menos preparadas.

El Grupo de trabajo considera que, pese a estos augurios, no debería haber una entrada masiva de nuevos competidores en el mercado español puesto que las barreras de entrada actuales no son tan elevadas como para haber impedido la entrada de aquellas entidades que lo hubieran deseado.

Por otra parte, tampoco puede decirse que el efecto de la competencia vaya a ser generalizado, sino que afectará de forma diferente a las distintas áreas de actividad. En este último aspecto el grupo de trabajo ha llegado a las siguientes conclusiones:

- Habrá un aumento de la negociación de renta variable a nivel europeo.
- Posiblemente se reducirá la negociación de deuda pública.
- Aumentará también la negociación de renta fija privada.
- Puede haber un desplazamiento de la negociación de los valores más importantes en el mercado doméstico hacia mercados más líquidos.
- Cobrarán especial importancia los departamentos de análisis y la gestión comercial con clientes.

2. Desplazamiento de las plazas de contratación

Uno de los peligros que se suele asociar al euro es el desplazamiento de la contratación de los valores españoles hacia mercados más líquidos. Si esto sucede, la formación del precio representativo del mercado se desplazaría a otros mercados europeos.

En opinión del Grupo de trabajo, efectivamente existe un alto riesgo de que esto sea así en valores que busquen la liquidez internacional y siempre que exista una mayor facilidad externa en la compensación y liquidación. Sin embargo, no parece conveniente que para evitar este riesgo se impongan trabas o restricciones a la salida de valores, dado que lo relevante es la mejora de la calidad y eficiencia de nuestro mercado.

3. Posibles demandas de los inversores

Una forma de evitar el desplazamiento de la negociación a otros mercados es ofrecer a los inversores, principalmente a los españoles, la suficiente calidad de servicio para que no necesiten acudir a los intermediarios foráneos. Para ello resulta conveniente realizar un análisis de las posibles demandas de los inversores en el futuro.

Las necesidades de los inversores dependerán del tipo de inversor: profesional o institucional y pequeño inversor:

- Probablemente en un mercado más integrado, los inversores profesionales intentarán diversificar sus carteras. En opinión del Grupo de trabajo esta diversificación, con una moneda única no se realizará por países sino por sectores de actividad. Es decir, se piensa en un mercado tan interrelacionado que en los criterios de diversificación primará la actividad por encima de la nacionalidad. En base a esta idea no tiene por qué haber pérdida de clientela profesional.
- En cuanto al inversor minorista, a corto plazo, se enfrentará a un abanico de posibilidades desconocido, por lo que posiblemente demande en mayor medida servicios con mayor valor añadido, como la gestión (de carteras o en fórmulas colectivas) por encima de la habitual intermediación. No obstante, los servicios de gestión no están exentos de problemas para las propias entidades. Por un lado, requieren una utilización eficiente de la información (que deberá cubrir todo el espectro europeo), y por otro, una mejor gestión del riesgo, ya que la reducción de los tipos de interés, consecuencia de la Unión Monetaria, exigirá la búsqueda de inversiones más rentables, pero más arriesgadas.

4. Desaparición de líneas de negocios y productos

Pero la elección del tipo de servicios y de clientela no es el único problema al que se enfrentan las empresas de servicios de inversión. La nueva estructura de los mercados tras el euro es posible que termine con determinadas líneas de negocio.

El Grupo de trabajo no cree que puedan desaparecer mercados (27), aunque reconoce que puedan perder representatividad. Por ello, consideran conveniente alertar de la necesidad de dotar a las entidades de suficiente flexibilidad como para acometer reconversiones internas, lo que exigirá esfuerzos, especialmente de formación del personal.

(27) Con frecuencia se suele hablar del efecto negativo sobre el mercado de derivados de Renta Fija que tendrá la desaparición de algunos subyacentes (p.e., MIBOR).

5. El papel del análisis

Como consecuencia de lo dicho anteriormente, parece que uno de los departamentos o áreas que se verán reforzados con la Unión Monetaria será el Análisis.

Sin embargo, el análisis suele ser un servicio muy caro, tanto si se compra como si se elabora, por lo que más que una nueva vía de negocio se convertirá, a juicio del Grupo, en un coste necesario más.

II. IMPLICACIONES SOBRE LA ESTRUCTURA INTERNA DE LAS EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN

Al margen de las implicaciones sobre el negocio antes citadas, el euro va a requerir un esfuerzo en la difusión interna de la información, formación de personal y expansión de la «cultura euro» hacia los clientes.

La estructura interna de las entidades es un ámbito cuya organización corresponde al Consejo de Administración y está en consonancia con la estrategia empresarial a adoptar. A pesar de ello, el Grupo de trabajo ha considerado útil formular algunas propuestas concretas que pudieran servir de guía para que las entidades puedan hacer un mejor seguimiento del impacto del euro. Además, el Grupo considera que tales medidas deberían adoptarse lo antes posible.

1. Creación de «Comités Euro»

Como se ha mencionado a lo largo del trabajo una forma de minimizar el impacto de la sustitución de la moneda es mediante la oportuna coordinación de todos los agentes implicados en el mercado de valores. Para ello, el Grupo de trabajo considera pertinente:

1. Designar a una persona o Comité encargado de:
 - a) Proporcionar información a la propia entidad sobre las novedades en torno a la implantación de la moneda única.
 - b) Difundirla en el seno de la entidad.
 - c) Participar en los grupos de trabajo que se creen en torno al euro con otros organismos o entidades.
2. Crear comités para el análisis periódico del impacto de la implantación del euro. Sería conveniente que dichos comités tuvieran un doble carácter:
 - a) Técnico. En el que deberían participar al menos las personas responsables de los departamentos de informática, operaciones y relaciones con clientes. Su objetivo debería consistir en analizar el impacto que sobre los aspectos operativos tendrá el euro.
 - b) Estratégico. Cuyo objeto sería un análisis continuado que determine la estrategia a emprender por la entidad.
3. Introducir de forma permanente en el orden del día de los Consejos de Administración un análisis de los avances de la compañía en la preparación de la Moneda Única.

4. Crear un Directorio de «personas de contacto», en otras entidades, mercados y organismos supervisores encargados de temas relacionados con la implantación de la moneda única.

2. Formación del personal

La difusión de la información relativa a la Unión Monetaria dentro de la organización es, en opinión del Grupo de trabajo, imprescindible. Por esta razón se considera necesaria la elaboración de planes de formación del personal sobre esta materia, que hagan hincapié en las modificaciones operativas y de procedimientos que van a sufrir las entidades.

Se deben destacar las necesidades de formación del personal de dos áreas concretas:

- a) El personal encargado de la informática, debido a la premura de tiempo y complejidad de las modificaciones de los sistemas informáticos.
- b) El departamento comercial, ya que, en sus relaciones con los clientes, serán los encargados de explicar a éstos las implicaciones operativas que tiene el euro sobre sus operaciones.

En este sentido, las entidades van a tener que cumplir el papel de difusoras de la «cultura euro», ya que será un servicio más que demandarán los clientes y un argumento comercial de primer orden.

3. Pruebas de funcionamiento

Al margen de las pruebas de funcionamiento de programas informáticos y las coordinadas con otros organismos, mercados y entidades, el Grupo quiere destacar la conveniencia de realizar «pruebas integrales» de relaciones con clientes, validez de los procedimientos internos, etcétera, que sin duda redundarán en una mejor preparación de la entidad.

4. Conclusiones

Como conclusiones sobre el reto que para la estrategia de las entidades supone la implantación del euro como moneda única, se debe resaltar que el impacto previsto será importante sobre las distintas áreas de negocio, sobre las relaciones con los clientes y sus posibles demandas de servicios en el nuevo entorno. Dicho impacto requerirá cambios en la estructura interna de las entidades, posiblemente permanentes. Todo ello hace necesaria una reflexión en el seno de cada entidad para decidir qué estrategia seguir en el futuro y para saber dónde se desea estar y qué pasos seguir al respecto.

Pero a los problemas que plantea toda decisión estratégica hay que añadir, en este caso, las implicaciones operativas que cada decisión pueda acarrear y la premura de tiempo con que se dispone para realizarlas. Por ejemplo, si como se ha comentado, la adaptación de los sistemas informáticos, en opinión de las propias entidades, requiere un plazo no inferior a nueve meses y, para la adecuada coordinación entre los mercados, organismos, etc..., es necesario realizar las pruebas no más tarde del mes de septiembre de 1998, las primeras decisio-

nes estratégicas de las entidades no deberían demorarse más allá de este año. Con todo esto, el Grupo de trabajo pretende destacar la importancia de todas las medidas antes expuestas y la necesidad de una actuación rápida y coordinada de todos los agentes.

C. IMPLICACIONES PARA LA ACTIVIDAD DE MEDIACIÓN

Debido a las especiales características de la actividad de mediación en la negociación en los mercados interbancario, de deuda pública, de derivados y de divisas, se consideró interesante analizar de forma específica las implicaciones que el euro tiene para las entidades que desarrollan esta actividad (habitualmente llamados «brokers»).

Este sector lo forman actualmente siete agencias de valores. Las características de su actividad que pueden implicar que la introducción del euro tenga sobre estas entidades un impacto diferente al del resto, son las siguientes:

- No mantienen cuentas de clientes.
- No liquidan operaciones, limitándose su actuación a la mediación en la negociación, indicando la contrapartida a cada parte contratante o sin comunicar ésta (negociación ciega).
- Actúan únicamente con clientes profesionales, principalmente intermediarios financieros.
- Una de sus áreas de negocio es la mediación en divisas.

I. REPRESENTATIVIDAD DE LAS CONCLUSIONES GENERALES PARA LOS BROKERS

En general, las principales conclusiones sobre impacto operativo analizadas anteriormente para el conjunto de entidades que actúan en los mercados de valores, son válidas también para los brokers. Éstos están de acuerdo en que es menos costosa una introducción del euro del tipo big bang, aunque ello requiera acelerar los cambios en los procesos operativos de las entidades. Sin embargo, debido a las especiales características de su actividad, algunos de los impactos operativos antes analizados adquieren mayor importancia relativa, mientras que otros apenas tienen repercusiones reales.

Sin embargo difieren bastante las conclusiones estratégicas, debido principalmente al tipo de clientela con la que actúan y también al hecho de que la sustitución de las monedas europeas por el euro afecta de forma directa a la mediación en los mercados de divisas.

II. IMPLICACIONES OPERATIVAS DEL EURO PARA LOS BROKERS

Siguiendo el orden del análisis realizado anteriormente se tratará de destacar las peculiaridades que las conclusiones antes obtenidas tienen para los brokers:

1. Implicaciones contables

No existen especiales problemas en la conversión de la contabilidad de pesetas a euros, siendo válidas todas las conclusiones sobre forma de presentación de estados financieros en euros, fecha de formulación de los primeros estados en euros (1998), conversión de la contabilidad a euros, etcétera.

También serían válidas las conclusiones en cuanto a diferencias de cambio. No obstante, hay que destacar que los brokers son Agencias de Valores y por tanto su inversión en valores por cuenta propia queda limitada a la inversión de los recursos propios, por lo que tales partidas serán más reducidas aún que las correspondientes al resto de entidades. Por tanto, no resulta especialmente problemática la conversión de la contabilidad a euros, que se ve beneficiada, además, por el hecho de no mantener saldos de clientes.

El Grupo de trabajo quiere destacar, no obstante, la necesidad de homogeneizar las salidas de información a supervisores. En este caso la recomendación no consiste sólo en que todas las salidas sean euros, sino que además éstas se centralicen cuando haya más de un supervisor con competencias sobre la entidad (28).

2. Implicaciones sobre la contratación y liquidación

La cotización en euros no presenta problemas relevantes para los brokers, ya que no operan en las Bolsas.

Sin embargo, sí se pueden ver afectados los tamaños mínimos de contratación. Actualmente el volumen mínimo por operación es de 100 millones de pesetas, que posiblemente se verá reducido a medio millón de euros (aproximadamente 80 millones de pesetas). Si bien ello no plantea problemas operativos, sí requiere una adecuada coordinación entre clientes y entidades y la publicidad necesaria.

Resulta, por otra parte, de especial relevancia para estas entidades la homogeneización de los horarios de los mercados, dado que a menudo se cruzan operaciones con intermediarios extranjeros cuya referencia son los horarios de sus mercados domésticos. Además, si el objetivo perseguido por la Unión Monetaria es una mayor integración de los mercados europeos parece adecuado homogeneizar los horarios y los días festivos.

3. Implicaciones del sistema de liquidación en tiempo real (TARGET)

Un aspecto que es necesario destacar es el impacto que el sistema de liquidación TARGET puede tener sobre el negocio de los brokers. Como se ha dicho anteriormente, estas entidades no participan en la liquidación; sin embargo se pueden ver afectadas por las soluciones que se adopten en caso de producirse problemas en la liquidación, ya que podrían afectar a sus clientes y a la validez de las operaciones en que hayan mediado.

Teóricamente, según el nuevo sistema de liquidación bruta en tiempo real, cada operación para que se pueda

(28) Actualmente los brokers deben remitir información financiera sobre su solvencia y coeficientes a la CNMV y además información estadística al Banco de España. Es probable también que se deba enviar información al Banco Central Europeo.

liquidar necesita que las entidades contratantes dispongan de saldo suficiente. Ello podría originar cuellos de botella en el caso en que haya problemas en una liquidación anterior. Dicho de otra forma, las operaciones posteriores podrían no ser válidas si una operación previa resultara fallida, o en el mejor de los casos, su validez podría retrasarse durante varias horas, mientras se resuelve el problema. El Grupo de trabajo ha pretendido destacar este problema e instar a que se articule una respuesta al mismo, de forma que exista el menor grado de incertidumbre posible sobre las operaciones realizadas.

4. Impacto en las relaciones con los clientes

No se prevén tampoco especiales problemas en las relaciones con los clientes. Para realizar esta actividad no son necesarias las cuentas de los clientes ni tampoco se prestan servicios de administración de valores ni gestión de carteras. Por otra parte, el tipo de clientela está compuesto totalmente por intermediarios financieros e inversores institucionales que no requieren ningún tipo de asesoramiento ni de difusión de la «cultura euro».

Sin embargo, ello no implica que no se deban modificar con la debida antelación las tarifas que aplican a sus clientes, conforme a los criterios mencionados con carácter general. La no existencia de contratos y la no necesidad de remitir información a los clientes por los saldos que mantengan, simplifican considerablemente este problema para este grupo de entidades.

5. Implicaciones informáticas

Existen dos ámbitos que se verán afectados por el euro. Por un lado, la gestión interna de la información sobre la que no es preciso añadir más que lo apuntado con carácter general, y por otro, la gestión de la información para los clientes.

En este último caso es necesario destacar que la información que demanda la clientela de estas entidades suele ser más sofisticada y esencialmente diferente de la demandada por el resto de entidades. Para satisfacer esta demanda es necesario contar con importantes bases históricas de datos, cuyos problemas por la introducción del euro se han señalado anteriormente: dificultades en la comparación de series históricas, comparación histórica de paridades entre divisas, etc.

Por todo ello es necesario destacar la importancia que el diseño de bases de datos adquiere para estas entidades, así como el acceso a fuentes de información fiables, lo que dificultaría el diseño de programas informáticos y podría prolongar su implantación.

III. IMPLICACIONES ESTRATÉGICAS

Si estas entidades no se enfrentan a problemas signifi-

cativos en cuanto a implicaciones operativas, no ocurre lo mismo en cuanto a las decisiones estratégicas, fundamentalmente porque el euro puede suponer la desaparición de algunas líneas de negocio:

- Se reducirá la mediación en divisas, que puede ser importante para algunas entidades. No obstante, el Grupo de trabajo considera que puede aumentar la negociación en divisas ajenas al euro, simplemente por la tendencia a diversificar (p.e. dólar, franco suizo, yen, libra si el Reino Unido no se incorpora a la Unión Monetaria, e incluso divisas de los países del Este).
- Se reducirá la mediación en derivados sobre tipos de interés, por lo menos a nivel doméstico.
- La actividad en el mercado interbancario de depósitos se verá reducida igualmente, aunque no se considera que se vaya a producir una desaparición del mercado como tal.

Esta reducción del negocio no se verá compensada por aumentos de la negociación en otras áreas, con excepción probablemente de la renta fija privada (la negociación bursátil queda al margen de esta actividad por el momento), por lo que las posiciones estratégicas de este tipo de entidades adquieren gran importancia.

Por otra parte, a diferencia del caso general, no cabe plantearse posibles estrategias de fidelización de la clientela, ya que su carácter de profesional mayorista lo hace prácticamente imposible. En consecuencia, el Grupo de trabajo considera que las decisiones estratégicas de las entidades que actualmente desarrollan esta actividad deben basarse en:

- a) Diversificación de las actividades desarrolladas.
- b) Igualdad en los requisitos operativos, administrativos, de supervisión, solvencia, etc., de los competidores.

En cuanto al primer apartado, el Grupo considera necesaria una reflexión de todos los agentes del mercado sobre el posible papel de la actividad de mediación en aquellos mercados que hasta ahora han sido ajenos a ésta, como la Bolsa o los mercados extranjeros. Sobre el segundo, resulta necesario hacer un estudio comparativo de la actividad de mediación a nivel europeo y sus requisitos operativos, administrativos, de supervisión, solvencia, etc., con objeto de evitar que las entidades españolas se encuentren en una posición de desventaja.

En consecuencia, para este grupo de entidades resulta especialmente relevante el planteamiento de estrategias para definir su negocio futuro y también para adquirir la suficiente flexibilidad para adaptarse al nuevo marco financiero. Por ello resulta necesario, en opinión del Grupo, prestar especial atención a las propuestas ya formuladas por otras entidades financieras para adaptarse a la Moneda Única.

ANEXO 1: EJEMPLO DE INFORMACIÓN A UN CLIENTE

OPERACIONES REALIZADAS POR UN CLIENTE-TIPO
FACTOR DE CONVERSIÓN 162,987 ptas/euro

CARGOS Y ABONOS

			Euros	Pesetas
SALDO INICIAL			8.000,00	1.303.896
COMPRA ACCIONES X1			- 870,25	- 141.839
comisión compra	0,25 %		- 2,18	- 355
gastos repercutidos	0,35 %		- 3,05	- 497
gastos liquidación	0,30 %		- 2,61	- 425
COMPRA ACCIONES X2			- 3.252,23	- 530.071
comisión compra	0,25 %		- 8,13	- 1.325
gastos repercutidos	0,35 %		- 11,38	- 1.855
gastos liquidación	0,30 %		- 9,76	- 1.591
COMPRA OBLIGACIONES 01			- 3.890,00	- 634.019
comisión compra	0,20 %		- 7,78	- 1.268
COBRO DIVIDENDOS X1	Importe bruto	640,22	640,22	104.348
	Retención IRPF	25 %	- 160,06	- 26.088
	Neto abonado	480,17		
comisión cobro dividendos	0,30 %		- 1,92	- 313
COBRO CUPONES OBLIG. 01	Importe bruto	380,00	380,00	61.935
	Retención IRPF	25 %	- 95,00	- 15.484
	Neto abonado	285,00		
comisión cobro dividendos	050 %		- 1,90	- 310
VENTA ACCIONES X1			5.010,25	816.606
comisión venta	0,25 %		- 12,53	- 2.042
gastos repercutidos	0,35 %		- 17,54	- 2.859
gastos liquidación	0,30 %		- 15,03	- 2.450
VENTA OPCIONES P1	50 contratos		2.500,00	407.468
comisión compra	5 euros/contrato		- 250,00	- 40.747
garantía mercado	15 %		- 375,00	- 61.120
COMPRA OPCIONES P1	50 contratos		- 1.800,00	- 293.377
	5 euros/contrato		- 250,00	- 40.747
Devolución garantía mercado			380,00	61.935
COMPRA ACC. L1 (Londres)	Libras	- 3.400,00		
factor conversión libra	0,75103		- 4.527,12	- 737.862
comisión compra	0,65 %		- 29,43	- 4.797
gastos repercutidos	18,23		- 18,23	- 2.971
COMISIÓN DEPÓSITO Y ADMÓN.				
De valores españoles	0,30 %		- 37,85	- 6.169
De valores extranjeros	0,50 %		- 187,23	- 30.516
IVA	16 %		- 36,01	- 5.869
SALDO FINAL			1.038,27	169.222

Saldo final euros × factor de conversión = 1.038,27 × 162,987

169.225

Error de redondeo (PTAS)

- 3

EFFECTOS DE LA INTRODUCCIÓN DEL EURO EN LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

A. IMPLICACIONES OPERATIVAS

1. Cotización de las instituciones en euros

1.1. Fecha de conversión

El 1 de enero de 1999, todas las instituciones de inversión colectiva (IIC), elaborarán su contabilidad en euros, en línea con la redenominación de los valores que se producirá, en esa fecha de transición común, en los mercados bursátiles y de deuda (29). Por ello, el jueves 31 de diciembre de 1998 todas las instituciones, sin excepción, deberán efectuar una valoración por la tarde, al cierre de la sesión de contratación. Los estados contables y los inventarios de la cartera deberán conservarse celosamente.

El plazo existente hasta el 1 de enero de 1999 podría no ser suficiente para que todas las sociedades o entidades gestoras o Consejos de Administración, puedan estar preparados para adaptar, simultáneamente, la contabilidad de todas las instituciones a euros. El principal problema al que se van a enfrentar es la modificación de los programas informáticos utilizados para la valoración y contabilización de las instituciones, sobre todo por la introducción de los decimales.

Sin embargo, existen otros como el de adaptación de registros y de procedimientos, que deberán realizarse en coordinación con las entidades depositarias, y en especial los de suscripciones y reembolsos vía cajeros automáticos o banca telefónica.

Por todo esto debería concretarse, tanto el tratamiento contable como los criterios de amortización de los gastos en que se va a incurrir como consecuencia de la implantación del euro. A modo de ejemplo, la Circular 7/90 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables y estados financieros de las IIC, ya previó la posibilidad de periodificar linealmente los ajustes patrimoniales puestos de manifiesto por la entrada en vigor de la propia Circular.

1.2. Presentación de la información

El día oficial de inicio del euro será el 1 de enero de 1999, tal como establece el artículo 109.J.4 del Tratado de Maastricht. A su vez, el artículo 109.L establece que los tipos de conversión irrevocables se establecerán en la fecha en que entre en vigor la tercera fase. No obstante, el Instituto Monetario Europeo parece inclinarse por fijar los tipos de cambio conjuntamente con la decisión sobre qué países integrarán la Unión Monetaria Europea, que previsiblemente sería la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno a celebrar del 1 al 3 de mayo de 1998.

(29) «The transition to the euro», Federation of European Stock Exchanges; «La redenominación de la deuda pública», Grupo de Trabajo Banco de España-AEB-CECA-UNACC.

• Cuentas anuales:

Sin embargo, por lo que se refiere a las cuentas anuales, se plantea el hecho de que la Directiva Europea 78/660/CEE, relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad, en su artículo 31.1 apartado f), establece que el balance de apertura de un ejercicio deberá corresponder al balance de cierre del ejercicio precedente. Ello significa que los tipos de cambio a utilizar en el balance de apertura y los del balance de cierre del ejercicio anterior, deberán ser los mismos.

El artículo 4 de la ya mencionada Directiva Europea 78/660/CEE, impone la obligación de presentar para cada una de las partidas del balance y de la cuenta de pérdidas y ganancias, la indicación de la cifra relativa a la partida correspondiente al ejercicio precedente. Por ello, las instituciones al modificar la moneda en que expresan su contabilidad, de pesetas a euros, también tendrán que modificar las cifras comparativas del ejercicio precedente.

• Valores liquidativos:

Otro aspecto es el relacionado con la publicación de los valores liquidativos. ¿Cómo se comunicarán los valores liquidativos o de participación en euros? ¿Habría que adoptar inmediatamente el euro, o publicar los valores en las dos monedas? ¿Se podría plantear, con finalidad pedagógica, el facilitar poco antes del 4 de enero de 1999 los dos valores para preparar al público para el euro? A éstas y otras preguntas se trata de responder a continuación.

La contabilidad a partir del 1 de enero de 1999 se va a llevar en euros. Por tanto, la publicación de los valores deberá realizarse en euros. Sin embargo, y por razones comerciales, podría plantearse la coexistencia durante un tiempo de los valores en euros y en pesetas, ya que algunas redes de distribución demostrarán probablemente alguna reticencia en cuanto a la publicación de los valores solamente en euros. Por el contrario, el mantenimiento de la peseta como única moneda de información no hará más que retrasar el problema de la adaptación del público a la nueva moneda. Sin embargo, la publicación simultánea en pesetas y euros conllevaría modificaciones en los métodos de presentación de los valores; es decir, plantearía problemas de costes.

Por lo anteriormente expuesto, no parece recomendable la publicación de los dos valores simultáneamente, ni en los boletines de cotización de las sociedades Rectoras, ni en los medios de comunicación.

Por otra parte, la publicación de los valores liquidativos o de liquidación de todas las instituciones deberá iniciarse en euros al mismo tiempo. En caso contrario, el gran perjudicado sería el inversor, tanto en sentido estricto (como participante, al no poder hacer comparaciones homogéneas de gestión entre los distintos fondos), como en sentido amplio (en cuanto inversor de cualquier producto financiero).

- *Documentos a enviar a partícipes y accionistas:*

El problema se plantea en los mismos términos: ¿cuál será el contenido de los documentos informativos a enviar? Por razones comerciales, ni los informes anuales ni los trimestrales podrán presentarse únicamente en euros, incluso aunque se lleve la contabilidad en euros.

Las comunicaciones a realizar con posterioridad al 1 de enero de 1999 (extractos de posición, informes trimestrales, memoria, información fiscal) se hará en euros, con la conveniencia de consignar el contravalor en pesetas durante el período transitorio. Al tener que prever una doble publicación de algunos elementos contenidos en los documentos de información, debe también calcularse cuál va a ser el coste de dichas modificaciones.

Por otra parte, incluso pudiera ser conveniente anticiparse al inicio del período transitorio, enviando información referida al primer trimestre en que se conozcan los tipos de cambio irrevocables (probablemente, desde el segundo trimestre de 1998), tanto en euros como en pesetas. Esto iría en consonancia con la posibilidad de informar a los partícipes y accionistas sobre la transición a la moneda única (Ver epígrafe sobre «Administraciones Públicas»). El Grupo de trabajo considera importante llegar a un acuerdo sobre la información a entregar al público durante el período transitorio.

1.3. *Cálculo del valor liquidativo en euros*

Las consecuencias derivadas tanto de la elección de la moneda, como del valor de la misma o el momento de la conversión, no son neutras. Se pueden plantear, en teoría, varias hipótesis, que darían lugar a impactos diferentes. Más que razonar sobre varios escenarios, se ha considerado la valoración del activo neto y el cálculo del valor liquidativo en euros a partir del 4 de enero de 1999.

Además de tener homogeneidad con la contabilidad, esta hipótesis parece ser la mejor adaptada para:

- *facilitar la ejecución de suscripciones y reembolsos:*

Si la contabilidad de las instituciones se lleva en euros, la conversión de estas operaciones expresadas en pesetas se efectuará entonces por el Depositario. Así, los eventuales redondeos podrán ser reflejados en la cuenta del partícipe o accionista en pesetas, sin consecuencia alguna para éstos.

- *evitar los redondeos:*

Si la conversión pesetas/euros se efectúa por el Depositario, las instituciones sólo manejarán flujos en euros, sin tener que proceder a redondeos de tipo de cambio. Los posibles redondeos los hará el Depositario, y su cálculo en relación con el total de la transacción permitirá limitar su importe.

- *la elección de la moneda, durante el período transitorio, será significativa:*

Conviene recordar que desde el 1 de enero de 1999, la moneda oficial será el euro, y las monedas nacionales no serán más subdivisiones de aquella. Asimismo, como ya se ha mencionado anteriormente, el activo de las instituciones se reflejará probablemente en euros. Además, hay que evitar un retraso que afectaría negativamente a la competencia

con las instituciones extranjeras, que están interesadas en adoptar lo más rápidamente posible la moneda única.

La contabilidad contribuye al cálculo del valor liquidativo o de participación, pero no es suficiente para realizarlo. No es más que uno de los elementos del funcionamiento administrativo de las instituciones y, por ello, está íntimamente ligada al inventario de los valores en cartera (en muchas ocasiones, no es más que el subproducto) y, llegado el caso, a su inventario de operaciones a plazo abiertas. Por tanto, simultáneamente a los apuntes contables que se detallan más adelante, es necesario convertir los elementos extracontables articulados con la contabilidad (30).

Las plusvalías/minusvalías de cartera resultan de comparar el precio de adquisición de los elementos integrantes de la cartera con su valor de mercado. En consecuencia, todo inventario tiene una columna con el precio de adquisición, cuyos totales reflejan los saldos contables de las correspondientes cuentas asociadas con la cartera de valores. La conversión a euros de una cuenta correspondiente a la cartera de valores debe dar origen, simétricamente, a una conversión de los correspondientes elementos de inventario.

De este modo, los valores de mercado de todos los activos en cartera expresados en euros a partir del 1 de enero de 1999, se compararán con los precios de adquisición expresados igualmente en euros. La diferencia procederá de un cálculo en euros; el inventario y la contabilidad serán homogéneos. De igual modo, los ajustes contables de las diferencias guardarán coherencia con los correspondientes elementos del inventario.

Por ello, es necesario garantizar la concordancia de la contabilidad y de los elementos extracontables utilizados en la elaboración de los datos de valoración. Todo dato extracontable relacionado con los elementos contables deberá convertirse a euros aplicando las mismas normas y principios utilizados para la contabilidad.

Este tratamiento afecta, fundamentalmente, al inventario de valores mobiliarios y al inventario de operaciones a plazo. En función de los programas de cálculo que se utilicen, podría también afectar a otros elementos (divisas gestionadas en el inventario, estado de suscripciones y reembolsos, estados de plusvalía y minusvalías materializadas, etc.).

En cualquier caso, las bases de valoración deberán ser revisadas cuidadosamente en lo que respecta a los elementos que concurren al cálculo del valor liquidativo:

- En el caso de los *títulos cotizados* (esencialmente acciones y obligaciones), su valoración se hace en su totalidad de forma externa, los cupones se toman de una base de datos: su revisión se limita, por tanto, a una simple actualización.
- En el caso de los *valores o productos no cotizados* o valorados mediante actualización (títulos cotizados cuya valoración se actualice mediante tipos de mer-

(30) En España, los elementos extracontables de las IIC están regulados por la Circular 7/90 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, modificada parcialmente por la Circular 4/93 de la CNMV. Estas normas aprueban, entre otros, el estado M01 (balance reservado, con sus cuentas de riesgo y compromiso), el estado M03 (estado de coeficientes en operaciones de riesgo y compromiso) y el estado M05 (operaciones de riesgo y compromiso).

cado (TIR), y aquellos cuyo cálculo del cupón corrido se efectúe a nivel interno (repos, obligaciones que contabilicen un cupón distinto al cotizado, así como todas las rúbricas en pesetas, liquidaciones, intereses a pagar y percibir, etc.), será más compleja la revisión de la base de los valores de las instituciones. En estos supuestos, habrán de convertirse los valores nominales empleados en el cálculo de las valoraciones mediante actualización, y los de los cupones corridos (todos los valores remunerados con intereses, operaciones contractuales, etc.). Además, las variaciones del cupón corrido registradas con respecto al cupón corrido de la anterior valoración, deberán ser objeto de ajustes, al menos el día de transición al euro, para evitar comparar pesetas con euros.

- En cambio, para las rúbricas en divisas distintas del euro, la conversión se realizará según el tipo de cambio de mercado.
- También deberán convertirse las rúbricas del activo y pasivo del balance (incluidas las partidas de los fondos propios).

De manera más general, convendrá cerciorarse de que toda base de cálculo de un elemento de valoración se ha convertido correctamente a euros. Será conveniente comparar detenidamente las carteras antes y después de la conversión, y comprobar:

- que no varía la proporción entre las plusvalías latentes de cada línea y el total de la línea (porcentaje de plusvalía latente),
- y que tampoco varía la proporción entre el porcentaje de cada línea en la columna precio de adquisición y el total del activo.

El valor liquidativo o de participación incorpora casi siempre dos dígitos después de la coma. Su expresión con dos decimales exige un redondeo cuyo impacto, valorado con respecto al total del activo, es marginal. Se incluye como Anexo 1 un ejemplo del impacto del redondeo sobre el activo de la institución al convertirla a ecus, donde se puede comprobar lo anteriormente mencionado.

2. Aspectos contables

La conversión de las cuentas a la moneda única obligará a realizar un asiento de cancelación de las cuentas en pesetas, para proceder a su reapertura en euros. Se adjunta como Anexo 2 un ejemplo de conversión que ilustra los procedimientos descritos en este epígrafe. El principio general de tratamiento contable es idéntico en todas las contabilidades, ya sean de las instituciones o de cualquier otra entidad, y puede desglosarse en tres fases:

- a) Cálculo del contravalor en euros de la totalidad de los saldos de las cuentas que integran el balance a 31 de diciembre de 1998. Este cálculo debe efectuarse aplicando las normas precisas de redondeo que definirá cada plaza financiera y, en nuestro caso, los organismos competentes españoles.
- b) Apunte contable de cancelación de todas las cuentas del balance en pesetas. Una vez realizada esta operación, se obtiene un balance en el que todos los saldos son nulos.
- c) Apunte contable de apertura de todas las cuentas del balance en euros, a 1 de enero de 1999.

En las fases *b*) y *c*), los asientos contables son conceptualmente muy simples, aunque su ejecución resulte algo compleja para las instituciones, ya que la contabilidad se organiza en función de la necesidad de valorar el activo neto de forma diaria o periódica.

El Grupo de trabajo preconiza que las instituciones puedan llevar su contabilidad en euros, a partir del 4 de enero de 1999, actuando así en consonancia con la voluntad de los mercados, que se están orientando de forma clara hacia una implantación rápida de la nueva moneda.

Esta decisión viene motivada porque los activos en que invierten las instituciones se reflejarán, muy probablemente y en su casi totalidad, en euros desde el 4 de enero de 1999. Por ello, habrá que definir la operativa relacionada con los flujos ligados a la suscripción y reembolso de los títulos, y al pago de intereses y dividendos.

La llevanza de una doble contabilidad (peseta-euro) se desaconseja totalmente, por la complejidad administrativa y los costes derivados de esta dualidad.

Una vez contabilizadas las operaciones de conversión de las cuentas y convertidos los elementos extracontables de inventario, el activo neto de las instituciones se expresará en euros. Así, el valor liquidativo se calculará dividiendo el activo neto calculado en euros entre el número de acciones o participaciones en circulación (artículo 20.2 de la Ley 46/1984, reguladora de las IIC).

Las eventuales diferencias de conversión, cuyo importe en todo caso y bajo cualquier hipótesis será muy reducido, pueden proceder de dos fuentes:

- a) De la conciliación de los elementos de cartera extracontables con la contabilidad. Así pues, la suma de los precios de mercado de cada una de las distintas rúbricas del inventario se corresponde con el saldo contable de una cuenta correspondiente a la cartera de valores. Puede resultar que la conversión, línea por línea, de los precios de mercado del inventario produzca una pequeña diferencia respecto al saldo de la correspondiente cuenta asociada con la cartera de valores;
- b) O bien, y sólo para algunas instituciones, relacionada con la adaptación de diversos procesos informáticos.

Por tratarse de céntimos de euro, estas diferencias deberían computarse directamente en una cuenta de plusvalía o minusvalía y, en consecuencia, incrementar o reducir directamente el activo neto de la institución, si bien no tendrán repercusión alguna en el valor liquidativo.

El 31 de diciembre de 1998, las instituciones estarán valoradas en pesetas; por lo tanto, si se realizase una valoración en euros a esa fecha, tendría un valor meramente orientativo. El Grupo de trabajo, una vez analizada la cuestión, defiende que esta valoración se debe hacer a nivel del activo total y no para cada línea de balance, para situar el redondeo por debajo de un euro.

La conversión deberá estar concluida el lunes 4 de enero de 1999; pesetas contra euros por un lado; marcos, por ejemplo, contra euros por otro; etcétera.

Si la conversión de los activos de renta variable y de renta fija cotizados deja un escaso margen de iniciativa para la conversión del valor de los activos, en el caso de

los instrumentos monetarios, la norma de tratamiento de redondeos será importante, siendo la solución ideal el redondeo hasta el valor más próximo.

Además de los problemas meramente contables, las reglas elegidas sobre redondeos no serán totalmente neutras para valorar los activos de las instituciones. Sin embargo, a nivel de partícipes o accionistas, sólo tendrán consecuencias mínimas.

3. Suscripciones y reembolsos

3.1. Introducción

A partir del 1 de enero del 2002 o más tardar a los seis meses de esa fecha, las monedas nacionales, que desde el 1 de enero de 1999 serán meras subdivisiones de la moneda única, dejarán de ser de curso legal y desaparecerán de la circulación.

Por lo tanto, una vez que finalice el período transitorio, y al existir únicamente el euro, no se plantearán problemas de dualidad monetaria en los diversos países que integren la zona del euro. No obstante sí existirán problemas, referidos a suscripciones y reembolsos, en dos períodos de tiempo:

- los realizados entre el 31 de diciembre de 1998 y el 1 de enero de 1999;
- y los realizados entre el 1 de enero de 1999 y el 31 de diciembre del 2001 (período transitorio).

3.2. Las realizadas el 31 de diciembre de 1998 y el 1 de enero de 1999

El problema de las suscripciones y reembolsos realizados el 31 de diciembre de 1998 y el 1 de enero de 1999 no puede abordarse de idéntica forma para todas las instituciones.

El tratamiento dependerá:

- por un lado, de las modalidades definidas en los propios reglamentos de las instituciones. Así por ejemplo, para fondos de inversión mobiliaria es posible aplicar valores liquidativos de hasta tres días distintos;
- y por otro, de los tipos de aceptación de órdenes por la red comercial (ventanilla de entidad financiera, cajeros automáticos, órdenes telefónicas), y de cargos en las cuentas de la clientela. Así, por ejemplo, para fondos de inversión mobiliaria, el artículo segundo de la Orden Ministerial de 30 de julio de 1992, establece que en casos de suscripción mediante transferencia o cheque nominativo, el ingreso en la cuenta corriente del fondo será el de la fecha valor del mismo.

Una posible solución puede consistir en tramitar las suscripciones y reembolsos del 31 de diciembre antes de las operaciones de conversión. La contabilidad sigue expresándose en pesetas, al igual que las operaciones con partícipes o accionistas. Otra posible solución podría consistir en convertir a euros estas operaciones aplicando el tipo fijo utilizado en la conversión de la contabilidad. Estas conversiones pueden generar una pequeña diferencia que cabría imputar a la institución.

Como se puede observar, el proceso no presenta una especial complejidad. Sin embargo, un caso especial lo constituyen los tratamientos automáticos de las operaciones con partícipes. Por ello, determinados módulos de los procedimientos contables automáticos también deberán ser objeto de ajustes. Así, la mayoría de los programas almacenan en los estados de acumulación una serie de las operaciones, por lo que es conveniente prever un tratamiento específico para permitir que las instituciones acumulen euros con pesetas.

3.3. Las realizadas durante el período transitorio

Partiendo del principio ya analizado de que el valor liquidativo o de participación se establecerá en euros desde el 1 de enero de 1999, el Grupo de trabajo aboga por el tratamiento también en euros de las operaciones con partícipes realizadas durante el período transitorio. Por lo tanto, corresponderá al Depositario efectuar las conversiones necesarias.

No hay que olvidar que durante ese período coexistirán dos monedas (una como subdivisión de la otra), que se regirán por los principios de «no obligación» y de «no prohibición» (nadie estará obligado a utilizar necesariamente el euro o la peseta, pero tampoco a nadie le estará prohibido utilizar una u otra). A solicitud de los clientes, las cuentas corrientes o libretas de ahorro podrán denominarse en euros o pesetas, y aquéllas admitirán operaciones en pesetas o en euros, pero los movimientos sólo se reflejarán en la moneda de la cuenta.

Por lo tanto, cualquier partícipe o accionista podrá tener su cuenta corriente o libreta de ahorros denominada en pesetas o euros y hacer transferencias a la institución en pesetas o euros (suscripciones). A su vez la institución hará las transferencias en euros (reembolsos), correspondiendo al Depositario efectuar las conversiones necesarias en su caso. Sin embargo, habrá que contar con que algunos suscriptores se extrañarán de la pequeña diferencia existente entre el importe de sus suscripciones calculadas con relación al valor expresado en pesetas y el importe real cargado en su cuenta (por el efecto de la doble conversión).

Esta gestión mixta «peseta-euro» presenta numerosas ventajas, tanto para partícipes, accionistas, beneficiarios, como para los intermediarios. Destacan las dos siguientes:

- la armonización con los métodos propuestos por las entidades financieras españolas (31), aparte de la reducción de ambigüedades, tanto en la mente del público, como en los distintos centros de proceso;
- y la gestión de los redondeos a un único nivel, el de la suscripción/reembolso, sin repercusión en la contabilidad de la institución.

Por lo ya mencionado, las operaciones con partícipes no presentan inconvenientes relevantes. Sin embargo, debe recomendarse que se tomen dos precauciones para facilitar la transición:

- por un lado, expresar en euros los gastos de suscripción y reembolso, si los hubiera, para evitar un tratamiento diferenciado entre gastos y principal;

(31) «Manual para la implantación operativa del euro», Asociación Española de Banca Privada (AEB).

- y por otro, en caso de ser necesario, consignar el contravalor en pesetas del valor liquidativo con objeto de preservar las referencias al público y defender una norma de presentación estándar. En este caso sería recomendable que en todas las publicaciones los valores liquidativos vinieran precedidos o seguidos sistemáticamente por la sigla EUR/PTA (euro/peseta), u otro equivalente.

En el mencionado Manual de la Asociación Española de Banca Privada, se establecen varias cuestiones importantes respecto a este tema, que son:

- se puede disociar la moneda de la orden y de la cuenta (cuenta corriente o libreta de ahorro) en todos los instrumentos y medios de pago, lo que supone que el titular de la cuenta podrá cursar órdenes en euros para su cuenta en pesetas;
- a solicitud de los clientes, las cuentas podrán denominarse en euros o pesetas, y admitirán operaciones en pesetas o en euros, pero los movimientos sólo se reflejarán en la moneda de la cuenta. La conversión de las cuentas que todavía figuren en pesetas se efectuará, a más tardar, el 1 de enero del 2002;
- los movimientos figurarán en la moneda en la que esté denominada la cuenta (euros o pesetas). Sin embargo, y con carácter meramente informativo, cuando la cuenta esté denominada en pesetas, se recomienda que también conste el contravalor de cada movimiento en euros;
- todo importe, denominado en la unidad euro o en la unidad monetaria nacional de un determinado Estado miembro participante, que se haya de pagar en dicho Estado miembro mediante el abono en cuenta del acreedor, podrá ser abonado por el deudor ya sea en la unidad euro, ya sea en la unidad monetaria nacional. El importe podrá ser abonado en la cuenta del acreedor en la denominación de la misma, teniendo en cuenta que toda conversión se efectuará con arreglo a los tipos de conversión;
- la liquidación de operaciones de clientes se detallará en euros, informándose, en su caso, además del importe final en pesetas. La imputación al cliente se realizará en la moneda de su cuenta;
- la conversión entre pesetas y el resto de monedas de los países integrados en la UME será indirecta y a través del euro;
- los partícipes o accionistas podrán dar sus órdenes en pesetas o en euros.

4. Liquidación de operaciones de valores

4.1. Introducción

La problemática es análoga a la señalada en el caso de suscripciones y reembolsos, por lo que se refiere a los problemas que se pueden producir en dos períodos de tiempo.

4.2. Operaciones contratadas antes del 31 de diciembre de 1998 y liquidadas posteriormente

Los retrasos y las prácticas de contabilización de las notificaciones de operación no son homogéneas para todas

las instituciones sino que varían según los distintos sistemas de compensación y liquidación de los mercados en que operen, y según las distintas entidades depositarias. Así algunas contabilizan el mismo día de la operación (D), otras en D+1, etc. En consecuencia, quedarán por registrar con posterioridad a 31 de diciembre de 1998, notificaciones de operaciones de valores expresadas en pesetas, y ello una vez se haya convertido la contabilidad a euros.

En estos casos podría ser conveniente convertir estas notificaciones a euros con anterioridad a su registro. Este problema puede ser especialmente delicado en el marco de las conexiones automáticas entre las cuentas del depositario y las de las instituciones.

Por ello, otra alternativa sería que los procedimientos de registro de las negociaciones de los valores pudieran modificarse excepcionalmente, y por un sólo día, como consecuencia de la transición al euro. Algunas entidades podrían preferir registrar sus operaciones en pesetas con una pequeña antelación (uno o dos días) para no tener que gestionar posteriormente nada más que euros.

En el mencionado Manual de la AEB se establece que, como excepción al criterio general, las operaciones (de amortización y abono de cupones o dividendos) con vencimiento en los primeros días de enero de 1999, se liquiden en pesetas debido al importante volumen que se concentra en esas fechas, lo cual requerirá un tratamiento masivo y previo expresado en pesetas.

4.3. Operaciones realizadas durante el período transitorio

Las operaciones que se realicen con entidades cuyos países estén integrados en la UME, se liquidarán en euros. El Depositario efectuará, en su caso, las conversiones pertinentes.

Existen tres posibles casos:

1. Operación realizada en euros, y la cuenta sobre la que opera la Institución también denominada en euros

La notificación de operación debería ser rigurosamente similar a la existente en la actualidad, expresándose todos los elementos en euros en lugar de en pesetas.

No obstante, no existe aún certeza sobre la posibilidad de liquidar en euros los impuestos (IVA, Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados, etc.). (Ver epígrafe sobre las Administraciones Públicas).

El Grupo de trabajo defiende que las bases imponibles se puedan expresar en euros. Ello está pendiente de confirmación por la Secretaría de Estado de Hacienda. Bajo esta hipótesis, el intermediario que expida la notificación de operación debería poder efectuar, sin problemas, los cálculos en euros y realizar la transferencia a la Hacienda Pública directamente en euros o bien en pesetas, a discreción de esta última.

2. Operación en euros, y la cuenta sobre la que se opera denominada en pesetas

Si se dieran los supuestos fiscales mencionados en el párrafo anterior, el desglose de las operacio-

nes deberá consignarse en euros, y la conversión a pesetas se efectuará a nivel del importe neto.

Este procedimiento plantea dos ventajas: por una parte, el error de redondeo alcanza, a lo sumo, medio céntimo, exactamente igual que en el caso de una operación cualquiera en la actualidad; y en segundo lugar, las cadenas actuales de proceso de la información pueden utilizarse sin modificaciones específicas.

3. *Operación con un valor denominado en una moneda distinta del euro*

Se menciona a título informativo, ya que no debería plantear problema alguno.

Así, el desglose detallado se consignará normalmente en la moneda en que se cifre el valor, mientras que el importe neto final se convertirá bien a euros, si la moneda de la cuenta objeto del movimiento es el euro, bien a pesetas, si la moneda de la cuenta objeto del movimiento es la peseta. En este último caso, podría contemplarse, con carácter orientativo y divulgativo, una conversión del importe neto también a euros. Corresponderá a cada entidad estimar esa posibilidad en función del coste de dicha información complementaria.

5. Continuidad de las series

5.1. *Introducción*

La conversión al euro de los datos bursátiles, financieros y contables asociados a los valores mobiliarios va a generar, en la fecha de transición, una discontinuidad numérica en las series temporales de estos datos, cuando la magnitud implicada se exprese en una unidad monetaria afectada por la moneda única. Las discontinuidades de las series van a alterar, principalmente, como destaca la AFECEI (32):

- a las comparaciones entre los datos anteriores y posteriores a la fecha de transición (continuidad de las curvas de evoluciones, etc.),
- a las operaciones en que intervengan simultáneamente datos anteriores y posteriores a la fecha de transición (cálculo del precio de adquisición o de la plusvalía, cálculo de rentabilidades, etc.),
- a los agregados de datos de una misma serie a través de la fecha de transición (medias móviles, estimaciones estadísticas, etc.),
- a los agregados de series temporales en torno a la fecha de transición (agregados de carteras, índices, cuotas de mercado, etc.),
- y a las comparaciones entre series temporales (ranking, clasificaciones, cuantiles, etc.).

Para mantener la coherencia de las operaciones anteriores, es necesario establecer normas de corrección de los datos que supriman estas discontinuidades numéricas. La solución no es tan sencilla como parece, ya que es necesario evitar los efectos perversos que pueden originar las correcciones excesivamente simplistas, como

(32) «Passage à la monnaie unique», Association Française des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement.

por ejemplo la desaparición de los efectos de cambio anteriores a 1999 entre las monedas «in».

En cuanto a la actividad de gestión mobiliaria, el Grupo de trabajo está especialmente interesado en la continuidad de las series de valores liquidativos o de participación, y en la coherencia de los resultados calculados a partir de las mismas (rentabilidades, clasificaciones, rankings, etc.).

No se ha considerado conveniente incluir postulado alguno sobre la elección técnica de las modalidades de conversión de datos (conversión sistemática de los datos de las bases históricas antes de la fecha de transición, utilización de los coeficientes de ajuste, instalación de programas de conversión en los flujos de consulta o en las funciones de proceso, soluciones mixtas, etc.), ya que esta elección depende, en gran medida, de la arquitectura informática de las bases de datos y de las aplicaciones afectadas, sin que pueda aplicarse útilmente en todos los casos una solución genérica.

Se han examinado tres casos:

- Series temporales que impliquen una sola moneda «in» convertida a euros el 1 de enero de 1999 (se utiliza el ejemplo de la peseta);
- Series temporales que impliquen una sola moneda «in» convertida a euros, que combinen fechas de transición distintas;
- Series temporales que impliquen varias monedas «in», convertidas a euros.

5.2. *Series peseta-euro, con transición el 1 de enero de 1999*

Este caso, el más frecuente, es obviamente el de tratamiento más sencillo. Además de las series expresadas «naturalmente» en pesetas, este supuesto afecta también a un gran número de series temporales en las que intervienen aparentemente otras monedas. Por ejemplo, en la contabilidad de una cartera internacional valorada en pesetas, se convierten todas las operaciones contables en divisas, lo que genera una serie contable en pesetas.

En este caso se dividen los datos anteriores al 1 de enero de 1999, expresados en pesetas, entre el factor de conversión euro-peseta, expresándose dichos datos en una unidad que podría denominarse euro ficticio.

5.3. *Series peseta-euro, con transición en una fecha cualquiera*

La fecha de transición del 1 de enero de 1999 sólo es la primera fecha posible de discontinuidad para las series temporales expresadas en unidades monetarias «in». Puede proponerse el mismo tratamiento para cualquier fecha posterior de transición.

Al gestionarse aplicaciones en las que intervengan series que mezclen fechas de transición distintas, se ha de tomar la precaución de realizar las conversiones de las series antes de cualquier otra operación, para así evitar tener que gestionar la presencia de discontinuidades múltiples, que constituirían una combinación de errores inmanejable.

5.4. Series que mezclan varias monedas «in»

El verdadero problema surge cuando deben tratarse, en la misma aplicación, series inicialmente expresadas en monedas «in» diferentes. La conversión al euro de monedas «in» con el factor de conversión fijo, anula las variaciones de tipo de cambio (anteriores al 1 de enero de 1999) entre esas monedas. Esto puede alterar la comparación de rentabilidades históricas entre instituciones de inversión colectiva de diferentes países, puesto que se anulan las diferencias de tipo de cambio. Esto implica que es incorrecto aplicar el factor de conversión del 31 de diciembre de 1998 a toda la serie histórica.

Para paliar este inconveniente es necesario realizar toda comparación, clasificación o ranking de series con respecto a una misma referencia. De hecho, es lo que ya se hace en la actualidad cuando se desea comparar series expresadas en distintas monedas: se convierten a una moneda común, generalmente la moneda local para las necesidades locales y el dólar para las necesidades internacionales.

6. Depositarios

La actuación de los Depositarios es crucial para el correcto funcionamiento de la transición al euro. Esta actuación se centra en dos áreas principalmente: la de suscripción y reembolso, y la de liquidación de operaciones de valores. Estas cuestiones se han tratado más en detalle en epígrafes precedentes.

En el Manual de la AEB, se establece, respecto al depósito y administración de valores, lo siguiente:

- depósito de valores: los movimientos y saldos se expresarán en número de títulos. Los importes nominales se denominarán en euros enteros y los efectivos en euros con dos decimales.
- pago de cupones, dividendos y demás rendimientos: los importes unitarios (bruto y líquido), se expresarán en euros, pudiendo requerir hasta 5 decimales.
- entidades financieras que actúen como depositarias de instituciones: deberán adaptar sus registros de acuerdo con la conversión general de valores a euros, y también adecuar los procedimientos y modelos de información y declaración.

7. Organismos supervisores

7.1. Necesidad de promulgar una norma

El Grupo de trabajo considera necesario que todas las cuestiones fundamentales definidas en el presente Informe, vengan definidas o apoyadas por los organismos supervisores, vía Orden Ministerial o Circular. En la citada norma deberían mencionarse, al menos, las siguientes cuestiones:

- obligación de publicar y distribuir los valores liquidativos o de participación en euros, desde el 4 de enero de 1999;
- obligación de comunicar los estados reservados y cuentas anuales a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) en euros, desde el 1 de enero de 1999. No obstante, la Gestora, con carácter optativo,

podría seguir llevando tanto la contabilidad de sus instituciones gestionadas como la de la propia Gestora en pesetas durante el período transitorio;

- obligación de comunicar a los partícipes y accionistas desde el 1 de enero de 1999 los datos e informes en euros, dejando la posibilidad de adjuntar los contravalores en pesetas;
- concretar tanto el tratamiento contable como los criterios de amortización de los gastos en que van a incurrir las gestoras como consecuencia de la implantación del euro;
- otras cuestiones analizadas por el Grupo de Trabajo Jurídico.

7.2. Actuación de los organismos supervisores

En caso de permitirse la remisión de la información en euros tanto a partícipes como a supervisores, la CNMV deberá plantearse la necesidad de modificar los actuales modelos:

- referidos a fondos y sociedades de inversión: en el M01 (balance reservado), M02 (cuenta de pérdidas y ganancias reservada), M03 (estado de coeficientes sobre operaciones de riesgo y compromiso), M04 (inventario de la cartera y tesorería), M05 (operaciones de riesgo y compromiso), M06 (aplicación del beneficio), F05 (estado de coeficientes), F06 (estado de información auxiliar), S05 (estado de coeficientes) y S06 (estado de información auxiliar).
- referidos a sociedades gestoras: en el G01 (balance reservado), G02 (cuenta de pérdidas y ganancias reservada), G03 (inventario de la cartera), G04 (estado de gestión), G05 (estado de información auxiliar) y G06 (aplicación del beneficio del ejercicio).

También habrá que modificar, o simplemente aclarar o precisar el alcance de las expresiones siguientes: «en millones de pesetas», «Estado: Pagarés y Letras del Tesoro», «Otras Administraciones Públicas», «Cartera exterior», «operaciones sobre divisa», «repos a un día sobre deuda pública», «intervalo de inversión (en pesetas)», etcétera.

8. Administraciones Públicas

8.1. Comisión Interministerial y Comisiones Ministeriales

Mediante Real Decreto 363/1997, de 14 de marzo, se constituyó una Comisión Interministerial y se autorizó a constituir una Comisión Ministerial por Ministerio, para coordinar las actividades relativas a la introducción del euro. La Comisión del Ministerio de Economía y Hacienda se constituyó mediante Orden Ministerial de 25 de abril de 1997.

Las funciones principales de cada Comisión Ministerial, son:

- redactar un informe sobre los problemas que plantea la introducción del euro,
- elaborar el Plan Ministerial para la introducción del euro,
- y realizar el seguimiento del Plan Ministerial.

El Grupo de trabajo plantea que uno de los temas a estudiar por esas Comisiones, y en concreto la constituida por el Ministerio de Economía y Hacienda, sea el de promover una campaña informativa para sensibilizar a los inversores actuales y futuros (accionistas, partícipes y beneficiarios), sobre las consecuencias de la introducción del euro.

Esta campaña debería ser coordinada, respecto a temas financieros, por la Secretaría de Estado de Economía, si bien los organismos supervisores (CNMV) deberían aportar información más específica.

8.2. Moneda a utilizar con las Administraciones Públicas

Se desconoce si la Administración española va a mantener en pesetas, hasta el final del período transitorio, los datos relativos al presupuesto nacional (cuentas sociales, declaraciones fiscales y, más generalmente, la Contabilidad Nacional). Existen dos posibilidades:

- que se mantengan en pesetas. En este caso la dificultad reside para las instituciones en el mantenimiento durante un tiempo de la expresión en pesetas para ciertas cuantías enviadas a los inversores. Sería, por tanto, necesario prever coeficientes de conversión para ciertos elementos (crédito fiscal, plusvalías, minusvalías, etc.).
- que no se mantengan en pesetas. En este caso, se plantearía la necesidad de introducir cambios en los siguientes modelos:
 - cambios en los modelos de la Agencia Tributaria: modelo 101 (retenciones a cuenta), modelo 190 (resumen anual de retenciones), modelo 201 (impuesto sobre sociedades), modelo 345 (declaración anual de partícipes y aportaciones), modelo 347 (declaración anual de operaciones con terceros);
 - cambios en los modelos del Ministerio de Trabajo y Seguridad Social: pago de cotizaciones sociales (TC);
 - cambios en los modelos de las autonomías forales;
 - cambios en los modelos de las Administraciones Locales.

9. Conclusiones principales

Se exponen las conclusiones más importantes a las que ha llegado este Grupo de trabajo:

1. *Contabilidad*: el 1 de enero de 1999, todas las instituciones de inversión colectiva, elaborarán su contabilidad en euros, en línea con la redenominación de los valores que se producirá, en esa fecha de transición común, en los mercados bursátiles y de deuda. Se desaconseja la llevanza de una doble contabilidad (peseta-euro), por la complejidad administrativa y los costes derivados de ello.
2. *Publicación de valores*: la publicación de los valores liquidativos o de liquidación de todas las instituciones deberá iniciarse en euros de manera simultánea el 4 de enero de 1999. Sin embargo, por

razones comerciales podría plantearse la coexistencia durante un tiempo de los valores en euros y su contravalor en pesetas. No parece recomendable la publicación de los dos valores en los boletines de cotización de las sociedades Rectoras, ni en los medios de comunicación.

3. *Suscripciones y reembolsos*: al igual que el valor liquidativo o de participación se establecerá en euros desde el 1 de enero de 1999, cualquier partícipe o accionista podrá tener su cuenta corriente o libreta de ahorros denominada en pesetas o euros y hacer transferencias a la institución en pesetas o euros (suscripciones). A su vez la institución hará las transferencias en euros (reembolsos), correspondiendo al Depositario efectuar las conversiones necesarias en su caso.
4. *Operaciones con valores*: las operaciones que se realicen con entidades cuyos países estén integrados en la Unión Monetaria Europea se liquidarán en euros. El Depositario efectuará, en su caso, las conversiones pertinentes.
5. *Continuidad de las series*: la conversión al euro de los datos bursátiles, financieros y contables asociados a los valores mobiliarios genera en la fecha de transición una discontinuidad numérica en las series temporales de estos datos brutos, cuando la magnitud implicada se expresa en una unidad monetaria afectada por la moneda única. Para mantener la coherencia de las operaciones anteriores, será necesario establecer normas de corrección de los datos brutos que supriman estas discontinuidades numéricas.
6. *Principales problemas de las gestoras*: los principales problemas a los que se van a enfrentar las sociedades gestoras, o en su caso, los Consejos de Administración de las sociedades de inversión mobiliarias, son: la modificación y adaptación de los programas informáticos utilizados para la valoración y contabilización de las instituciones y la adaptación de registros y de procedimientos que deberán realizarse en coordinación con las entidades depositarias.

El plazo de adaptación existente hasta el 1 de enero de 1999 podría no ser lo suficientemente amplio para todas las sociedades o entidades gestoras o Consejos de Administración en lo referido a la adaptación de los procesos informáticos para llevar la contabilidad de todas las instituciones en euros.

Debería concretarse tanto el tratamiento contable como los criterios de amortización de los gastos en que van a incurrir las gestoras como consecuencia de la implantación del euro.

7. *Información a partícipes y accionistas*: por razones comerciales, ni los informes anuales, ni los trimestrales, ni las cuentas de posición podrán presentarse únicamente en euros, incluso aunque se llevara exclusivamente la contabilidad en euros.
8. *Entidades depositarias*: la actuación de las entidades depositarias es crucial para el correcto funcionamiento de la transición al euro. Esta actuación se centra en dos áreas principalmente: la de suscripción y reembolso y, en segundo lugar, la de liquidación de operaciones de valores.

9. *Necesidad de normas:* Se considera necesario que todas las cuestiones fundamentales que afecten a las instituciones de inversión colectiva, como consecuencia de la transición a la moneda única, vengan definidas o apoyadas por los organismos supervisores, vía Orden Ministerial o Circular.
10. *Campaña informativa:* se plantea la necesidad de promover una campaña informativa para sensibilizar a los inversores, actuales y potenciales, sobre las consecuencias de la introducción del euro. Esta campaña debería coordinarse por el Ministerio de Economía y Hacienda.

ANEXO 1: SUPUESTO PRÁCTICO DEL IMPACTO DEL REDONDEO

Ejemplo del impacto del redondeo sobre el activo de la Institución al convertirla a ecus.

- *Diferencias de valoración debidas al cálculo, en pesetas, del valor.*

Se supone un patrimonio inicial de 1.242.625.342,13 pesetas que, dividido por 2.026.332 participaciones/acciones, supone un valor liquidativo o de participación de 1.210,7440 pesetas. Se tienen dos opciones:

- redondear por exceso. Se llega a un valor de 1.210,75 pesetas, al que corresponde un patrimonio de 1.242.631.469 pesetas, o bien una diferencia positiva de 6.126,87 pesetas con relación al patrimonio inicial.
- redondear por defecto. Se llega a un valor de 1.210,74 pesetas, al que corresponde un patrimonio de 1.242.621.206 pesetas, o bien una diferencia negativa de 4.136,45 pesetas con relación al patrimonio inicial.

- *Diferencias de valoración debidas a la conversión de la peseta en ecus.*

Se parte de la hipótesis de un tipo de conversión fijado en 164,55 pesetas por ecu, moneda expresada con dos dígitos después de la coma.

El patrimonio inicial de 1.242.625.342,13 pesetas representa entonces 7.551.658,11 ecus, es decir, 7,3579 ecus por participación. También se tienen dos opciones:

- redondear por exceso. En este caso el valor es de 7,36 ecus, lo que supone un patrimonio de

7.553.803,52 ecus que, convertido en pesetas, es de 1.242.978.369,22. Con respecto al patrimonio inicial se obtiene una diferencia positiva de 353.027,09 pesetas.

- redondear por defecto. En este caso el valor es de 7,35 ecus, lo que supone un patrimonio de 7.543.540,20 ecus que, convertido en pesetas, es de 1.241.289.539,91. Con respecto al patrimonio inicial se obtiene una diferencia negativa de 1.335.802,22 pesetas.

- *Impacto del redondeo para un partícipe/accionista.*

Si el partícipe/accionista tiene, por ejemplo, 100 participaciones/acciones, el impacto es:

- por el cálculo en pesetas:

$$1.210,74 = 121.074$$

→ diferencia de redondeo, una peseta

$$1.210,75 = 121.075$$

- por la conversión a ecus:

$$7,35 = 735$$

→ diferencia de redondeo, un ecu (164,55 pesetas)

$$7,36 = 736$$

La forma de minimizar el impacto del redondeo es trabajar con un número mayor de decimales. En el supuesto 1 se utilizan 2 decimales, y en el supuesto 2 se utilizan 4 decimales. Las diferencias pasan de unidades de moneda a céntimos de moneda.

ANEXO 2: SUPUESTO PRÁCTICO DEL CIERRE DE CONTABILIDAD EN PESETAS Y APERTURA EN EUROS

1. Balance de situación en pesetas (al 31 de diciembre de 1998)
2. Estado de conversión de los saldos a euros
3. Apunte de cancelación de las cuentas en pesetas
4. Balance después del apunte de cancelación (todas las cuentas presentan saldo nulo)
5. Apunte de reapertura de las cuentas en euros
6. Balance general convertido a euros (al 1 de enero de 1999)

2. ESTADO DE CONVERSIÓN A EUROS (HIPÓTESIS 1 EURO = 165,542 PESETAS)

Clave	en pesetas		en euros		
	debe	haber	debe	haber	
Deudores					
210	Inv. vencidas pend. de cobro	750.000	4.530,57		
220	Administraciones públicas	155.737.929	940.775,93		
260	Márgenes a liquidar	960	5,80		
270	Otros deudores	2.899.881	17.517,49		
280	Deudores de dudoso cobro	3.499.993	21.142,63		
Cartera de inversiones financieras					
330	Activos monetarios del Estado	746.440.730	4.509.071,60		
380	Renta fija deuda del Estado	7.852.192.375	47.433.233,71		
390	Renta fija deuda otras Administraciones	89.536.373	540.868,02		
410	Renta fija cotizada entidades depósito	499.750.021	3.018.871,47		
420	Renta fija cotizada crédito oficial	153.559.412	927.616,02		
440	Renta fija cotizada empresas no financieras	422.652.387	2.553.142,93		
490	Renta variable cotizada bancos	1.136.088.828	6.862.843,44		
500	Renta variable cotizada otras instituc. financieras	111.618.759	674.262,48		
510	Renta variable cotizada empresas no financieras	2.648.715.472	16.000.262,60		
580	Adquisición temporal de activos	8.860.000.000	53.521.160,79		
590	Opciones compradas	200.000	1.208,15		
Intereses de la cartera de inversión					
670	De activos monetarios	34.449.374	208.100,51		
680	De deuda del Estado y otras Administraciones	151.830.022	917.169,19		
690	De otros activos de renta fija	10.589.997	63.971,66		
700	De adquisición temporal de activos	4.240.992	25.618,83		
710	Prov. deprec. de valores mobiliarios	- 32.145.711	- 194.184,62		
Tesorería					
780	Cuenta en depositario	487.253.661	2.943.383,92		
890	Partícipes	18.287.679,32	110.471.537,86		
930	Reservas legales	57.166.136	345.327,08		
980	Remanente	4.875.221.386	29.450.057,30		
1000	Resultados negativos ejerc. anteriores	- 481.221.069	- 2.906.942,46		
1010	Pérdidas y Ganancias	524.013.211	3.165.439,65		
1230	Distrib. a partícipes pend. pago	7.200.232	43.494,65		
1260	Administraciones Públicas	5.297.069	31.998,34		
1270	Otros acreedores	609.479	3.681,72		
1310	Otras periodificaciones	63.895.690	385.978,72		
		23.339.861.455	23.339.861.455	140.990.573,12	140.990.573,12

3. APUNTE DE CANCELACIÓN DE LAS CUENTAS EN PESETAS

Clave

Deudores

	debe	haber
210 Inv. vencidas pend. de cobro		750.000
220 Administraciones públicas		155.737.929
260 Márgenes a liquidar		960
270 Otros deudores		2.899.881
280 Deudores de dudoso cobro		3.499.993

Cartera de inversiones financieras

330 Activos monetarios del Estado		746.440.730
380 Renta fija deuda del Estado		7.852.192.375
390 Renta fija deuda otras Administraciones		89.536.373
410 Renta fija cotizada entidades depósito		499.750.021
420 Renta fija cotizada crédito oficial		153.559.412
440 Renta fija cotizada empresas no financieras		422.652.387
490 Renta variable cotizada bancos		1.136.088.828
500 Renta variable cotizada otras instituc. financieras		111.618.759
510 Renta variable cotizada empresas no financieras		2.648.715.472
580 Adquisición temporal de activos		8.860.000.000
590 Opciones compradas		200.000

Intereses de la cartera de inversión

670 De activos monetarios		34.449.374
680 De deuda del Estado y otras Administraciones		151.830.022
690 De otros activos de renta fija		10.589.997
700 De adquisición temporal de activos		4.240.992

710 Prov. deprec. de valores mobiliarios		- 32.145.711
--	--	--------------

Tesorería

780 Cuenta en depositario		487.253.661
---------------------------	--	-------------

890 Partícipes	18.287.679.32	
930 Reservas legales	57.166.136	
980 Remanente	4.875.221.386	
1000 Resultados negativos ejerc. anteriores	- 481.221.069	
1010 Pérdidas y Ganancias	524.013.211	
1230 Distrib. a partícipes pend. pago	7.200.232	
1260 Administraciones Públicas	5.297.069	
1270 Otros acreedores	609.479	
1310 Otras periodificaciones	63.895.690	

23.339.861.455

23.339.861.455

4. BALANCE DESPUÉS DEL APUNTE DE CIERRE

Clave	saldos	
	debe	haber
Deudores		
210	Inv. vencidas pend. de cobro	0
220	Administraciones públicas	0
260	Márgenes a liquidar	0
270	Otros deudores	0
280	Deudores de dudoso cobro	0
Cartera de inversiones financieras		
330	Activos monetarios del Estado	0
380	Renta fija deuda del Estado	0
390	Renta fija deuda otras Administraciones	0
410	Renta fija cotizada entidades depósito	0
420	Renta fija cotizada crédito oficial	0
440	Renta fija cotizada empresas no financieras	0
490	Renta variable cotizada bancos	0
500	Renta variable cotizada otras instituc. financieras	0
510	Renta variable cotizada empresas no financieras	0
580	Adquisición temporal de activos	0
590	Opciones compradas	0
Intereses de la cartera de inversión		
670	De activos monetarios	0
680	De deuda del Estado y otras Administraciones	0
690	De otros activos de renta fija	0
700	De adquisición temporal de activos	0
710	Prov. deprec. de valores mobiliarios	0
Tesorería		
780	Cuenta en depositario	0
890	Partícipes	0
930	Reservas legales	0
980	Remanente	0
1000	Resultados negativos ejerc. anteriores	0
1010	Pérdidas y Ganancias	0
1230	Distrib. a partícipes pend. pago	0
1260	Administraciones Públicas	0
1270	Otros acreedores	0
1310	Otras periodificaciones	0
		0
		0

5. APUNTE DE REAPERTURA DE LAS CUENTAS EN EUROS

Clave

Deudores

210	Inv. vencidas pend. de cobro	4.530,57
220	Administraciones públicas	940.775,93
260	Márgenes a liquidar	5,80
270	Otros deudores	17.517,49
280	Deudores de dudoso cobro	21.142,63

Cartera de inversiones financieras

330	Activos monetarios del Estado	4.509.071,60
380	Renta fija deuda del Estado	47.433.233,71
390	Renta fija deuda otras Administraciones	540.868,02
410	Renta fija cotizada entidades depósito	3.018.871,47
420	Renta fija cotizada crédito oficial	927.616,02
440	Renta fija cotizada empresas no financieras	2.553.142,93
490	Renta variable cotizada bancos	6.862.843,44
500	Renta variable cotizada otras instituc. financieras	674.262,48
510	Renta variable cotizada empresas no financieras	16.000.262,60
580	Adquisición temporal de activos	53.521.160,79
590	Opciones compradas	1.208,15

Intereses de la cartera de inversión

670	De activos monetarios	28.100,51
680	De deuda del Estado y otras Administraciones	917.169,19
690	De otros activos de renta fija	63.971,66
700	De adquisición temporal de activos	25.618,83
710	Prov. deprec. de valores mobiliarios	- 194.184,62

Tesorería

780	Cuenta en depositario	2.943.383,92
-----	-----------------------	--------------

890	Partícipes	110.471.537,86
930	Reservas legales	345.327,08
980	Remanente	29.450.057,30
1000	Resultados negativos ejerc. anteriores	- 2.906.942,46
1010	Pérdidas y Ganancias	3.165.439,65
1230	Distrib. a partícipes pend. pago	43.494,90
1260	Administraciones Públicas	31.998,34
1270	Otros acreedores	3.681,72
1310	Otras periodificaciones	385.978,72

140.990.573,12

140.990.573,12

6. BALANCE DESPUÉS DE LA CONVERSIÓN A EUROS

A 30 de abril de 1997

Clave	saldos	
	debe	haber
Deudores		
210	Inv. vencidas pend. de cobro	4.530,57
220	Administraciones públicas	940.775,93
260	Márgenes a liquidar	5,80
270	Otros deudores	17.517,49
280	Deudores de dudoso cobro	21.142,63
Cartera de inversiones financieras		
330	Activos monetarios del Estado	4.509.071,60
380	Renta fija deuda del Estado	47.433.233,71
390	Renta fija deuda otras Administraciones	540.868,02
410	Renta fija cotizada entidades depósito	3.018.871,47
420	Renta fija cotizada crédito oficial	927.616,02
440	Renta fija cotizada empresas no financieras	2.553.142,93
490	Renta variable cotizada bancos	6.862.843,44
500	Renta variable cotizada otras instituc. financieras	674.262,48
510	Renta variable cotizada empresas no financieras	16.000.262,60
580	Adquisición temporal de activos	53.521.160,79
590	Opciones compradas	1.208,15
Intereses de la cartera de inversión		
670	De activos monetarios	28.100,51
680	De deuda del Estado y otras Administraciones	917.169,19
690	De otros activos de renta fija	63.971,66
700	De adquisición temporal de activos	25.618,83
710	Prov. deprec. de valores mobiliarios	- 194.184,62
Tesorería		
780	Cuenta en depositario	2.943.383,92
890	Participes	110.471.537,86
930	Reservas legales	345.327,08
980	Remanente	29.450.057,30
1000	Resultados negativos ejerc. anteriores	- 2.906.942,46
1010	Pérdidas y Ganancias	3.165.439,65
1230	Distrib. a participes pend. pago	43.494,90
1260	Administraciones Públicas	31.998,34
1270	Otros acreedores	3.681,72
1310	Otras periodificaciones	385.978,72
		140.990.573,12
		140.990.573,12

B. IMPLICACIONES JURÍDICAS

El Grupo de trabajo jurídico de la comisión sobre el euro de INVERCO ha celebrado hasta el momento dos reuniones de trabajo cuyo objeto se explica en las líneas siguientes:

1. Reunión del 9 de abril de 1997

Esta primera reunión tuvo el doble objetivo de constituir el Grupo de trabajo y fijar los temas a tratar, y se constituyó, inicialmente, con representantes de seis entidades asociadas a INVERCO y de la CNMV y el Secretario General de la Asociación. Se acordó que era mejor una comisión reducida a la que asistieran siempre las mismas personas, si bien según los temas a tratar en cada reunión, podría invitarse a otras personas.

En cuanto al temario a estudiar, si bien se pensó que el mismo no podría ser nunca cerrado, porque irían surgiendo temas no previstos inicialmente, se hizo una lista de ellos. Este Grupo de trabajo servirá de apoyo a los otros dos Grupos, pues surgirán temas conexos.

El temario preparado es el siguiente:

- Modificación de la legislación vigente (especialmente de instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones, Sociedades Anónimas y Mercantiles).
- Estatutos sociales y Reglamentos. Problemática con capitales sociales mínimos y nominal de acciones.
- Contratos.
- Valores liquidativos.
- Cotizaciones en Bolsa.
- Información al partícipe. Incidencia fiscal. Cálculo de las plusvalías.
- Redondeos en la conversión.
- Devoluciones Hacienda.
- Folletos informativos.
- Suscripciones y reembolsos.
- ¿Problemática especial en los garantizados?, ¿en algún otro tipo de fondos?
- Gestoras.
- Necesidad de normativa acogedora de las modificaciones. Rango legal de la misma.

Todos estos temas serán estudiados en relación a la incidencia que puedan tener en las instituciones de inversión colectiva, en los fondos de pensiones, en las gestoras de unos y otros y en las sociedades gestoras de cartera.

2. Reunión del 21 de mayo de 1997

En esta segunda reunión se inició el estudio del temario prefijado con el análisis de la legislación específica de las instituciones de inversión colectiva y fondos de pensiones. Se incluye aquí sólo la referente a instituciones de inversión colectiva.

a) Ley 46/1984, de 26 de diciembre

El único artículo de esta Ley que habría que modificar, de continuar en ese momento con la misma redacción, sería el artículo 32 que establece la cuantía de las sanciones.

b) Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre (Reglamento de la Ley de IIC)

En el vigente Reglamento, las modificaciones no son tampoco muy numerosas; en especial, habría que modificar los siguientes artículos:

- Artículo 12, párrafos 1 y 2, por los que se establecen los capitales sociales de las SIM y las SIMCAV y los patrimonios iniciales de FIM y FIAMM.
- Artículo 34.2 c), por el que se fija el patrimonio inicial de los FIM.
- Artículo 42.8, por el que se prevén plazos especiales para la realización de reembolsos superiores a 50 millones de pesetas.
- Artículo 53.1 d), por el que se establecen los capitales mínimos de las sociedades gestoras y los patrimonios administrados a fin de calcular los porcentajes de recursos propios.
- Artículo 68, que fija la cuantía de las sanciones.
- Artículo 73.2, relativo el capital de las sociedades de inversión inmobiliaria.
- Artículo 74.1, que fija el patrimonio inicial mínimo de los fondos de inversión inmobiliaria.
- Artículo 82.4, por el que se regulan los recursos propios de las sociedades gestoras de cartera; si bien, con relación a este artículo, se considera que, al pasar la regulación de estas gestoras a la Ley del Mercado de Valores, habrá que volver a analizar este tema cuando se apruebe la reforma de la Ley del Mercado de Valores (actualmente en discusión en el Parlamento) y sus normas de desarrollo.

c) Orden Ministerial de 30 de noviembre de 1994

En esta Orden Ministerial, de valoración de inmuebles, que afecta a las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria, habrá que modificar las tablas que figuran en la misma para valorar los derechos de uso y habitación que establecen los valores en pesetas.

d) Convenio entre el Estado y las sociedades gestoras sobre Fondtesoros

Habría que revisar los límites de aportación mínima, expresados en pesetas.

e) Modelos de información de IIC y gestoras

Deben revisarse todos, pues la información aparece referida en pesetas y habrá que hacerla en euros.

f) Orden de 24 de septiembre de 1993 sobre instituciones de inversión colectiva inmobiliaria

Deben revisarse los artículos 12 y 16 relativos, respectivamente, a los capitales mínimos de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria.

g) *Reglamento de las Bolsas (Decreto 1505/1967, de 30 de junio)*

Sólo habría que modificar, de los preceptos que afectan a los asociados a INVERCO, el artículo 32 en su apartado a) que establece en 200 millones de pesetas el capital mínimo de una Sociedad para cotizar en Bolsa, y que debería expresarse, de querer seguir exigiendo un capital mínimo para cotizar en Bolsa, en euros.

h) *Folleto informativos*

Habría que revisar las diversas normas y circulares sobre folletos informativos para modificar la información referida a pesetas.

C. IMPLICACIONES ECONÓMICO-FINANCIERAS

1. Marco general

La Unión Monetaria va a suponer un reto importantísimo para la industria española de gestión de capitales. La desaparición del riesgo de tipo de cambio específico a cada mercado nacional favorecerá que surja un mercado europeo con otra dimensión. Para aprovechar al máximo esas oportunidades y consolidar la posición de la industria nacional, los profesionales deberán superar algunos obstáculos, teniendo que modificar su estrategia de marketing y adaptando su gestión.

A continuación se expone cómo afectará a las instituciones de inversión colectiva la introducción del euro y la entrada de España en la tercera fase de la Unión Monetaria. Para simplificar el análisis se ha dividido el mismo en tres bloques: consecuencias en las sociedades gestoras, en las entidades comercializadoras y en las instituciones.

2. Consecuencias en las sociedades gestoras

En los puntos siguientes se estudian las consecuencias en las entidades gestoras de inversión colectiva de la introducción del euro. En concreto, se analizan los efectos considerando las características del nuevo entorno económico (un mercado expandido, más abierto a la competencia internacional, pero con subsistencia de barreras al menos de forma temporal), lo cual les supondrá enfrentarse a los retos de modificación de la estrategia de marketing y de adaptación de la gestión.

2.1. *Expansión del mercado. Apertura a la competencia internacional*

La homogeneización de los mercados financieros europeos como consecuencia de la Unión Monetaria va a crear un mercado cuya magnitud atraerá a nuevos emisores internacionales, pero sobre todo, nuevos inversores que podrían modificar, en favor de la zona euro, su estrategia de inversión de activos.

La supresión del riesgo de tipo de cambio hará que los inversores presten atención a otros criterios de selección, tales como la calidad de la gestión, la seguridad de los de-

pósitos, la fiscalidad, etc., perdiendo peso la noción de nacionalidad de los productos propuestos.

Esta nueva situación debería llevar a los gestores de las instituciones a adaptar su oferta de productos (en el caso español, con aumento del peso de la renta variable y de las inversiones extranjeras) en un contexto de fuerte competencia, puesto que la desaparición de las *fronteras jurídicas y financieras* favorecerá la elección entre productos similares, creados y comercializados en uno u otro país de la Unión Monetaria.

Además, la previsible homogeneización de las rentabilidades de productos similares debido a la desaparición del riesgo de cambio, mejorará las comparaciones internacionales entre productos. Debe esperarse, en efecto, la unificación progresiva de los métodos de clasificación, que se hará según la comercialización efectiva de los productos, y la aparición de nuevas categorías transnacionales de clasificación. Será mayor la transparencia en cuanto a gastos y rentabilidades reales y, por ello, las comparaciones se podrán hacer mejor.

2.2. *Barreras de entrada*

Es evidente que los cambios señalados no se producirán de forma inmediata. Algunas barreras subsistirán incluso durante algunos años. En efecto, la desaparición del riesgo de tipo de cambio y la puesta en circulación de una moneda única no serán suficientes para reducir la importancia de otros frenos existentes, como son las dificultades en la comercialización transfronteriza, debido a la estructura actual de las redes de distribución y a que los hábitos de los inversores suelen inclinarse hacia productos nacionales. También son obstáculos importantes las diferencias entre las normas fiscales y las políticas de ahorro en cada país, planteadas en general con una orientación proteccionista.

A continuación se mencionan brevemente tres barreras importantes: el circuito del ahorro, la reglamentación jurídica y fiscal, y las políticas nacionales de ahorro.

a) *El circuito del ahorro*

El nuevo espacio europeo tomará toda su dimensión cuando la comercialización de los productos se haga plenamente efectiva. Sin embargo, si bien la moneda única permite rápidamente una mejor comparación y una homogeneización de los productos ofertados en un mercado expandido, ello no suprime de hecho los obstáculos debidos a la estructura de las redes de distribución y a los hábitos de los inversores.

Según muestra la experiencia, hay una confluencia de los inversores hacia su propio mercado. En efecto, salvo Luxemburgo, y en mucha menor medida Irlanda, los países miembros de la Unión Europea sólo distribuyen una proporción marginal de sus instituciones de inversión colectiva (IIC) fuera de sus fronteras, el 6% en el caso de inversores estadounidenses, y así sucesivamente hasta tan sólo un 2% en el caso de los luxemburgueses (33). En ge-

(33) Según la Federación Europea de Fondos y Sociedades de Inversión (FEFSI), el patrimonio de las IIC de Luxemburgo se distribuye de la siguiente manera: 31% de promotores suizos, el 29% de promotores alemanes, el 14% de belgas, el 6% de franceses.

neral la tendencia hacia una diversificación internacional es escasa (salvo en los países anglosajones). Por ello, el interés por parte de los inversores hacia los títulos extranjeros, salvo raras excepciones, es poco significativo.

Sin embargo, este fenómeno previsiblemente tenderá a desaparecer por dos razones fundamentales:

- el comportamiento de los inversores se caracterizará por un interés creciente por activos que no sean de su país de origen.
- la tendencia a una mayor diversificación internacional de las carteras será ineludible por parte de los gestores.

b) *La reglamentación jurídica y fiscal*

La actual regulación jurídica y fiscal de las IIC difiere sustancialmente en los distintos países de la Unión Europea. Una vía que podría atenuar los obstáculos de falta de homogeneidad jurídica sería la modificación urgente de la Directiva Europea sobre IIC. Si continuara su retraso, los legisladores nacionales optarán, como ya lo han hecho algunos (Alemania, Portugal, Reino Unido, Francia e Irlanda) por regular más allá de los límites impuestos por la Directiva 85/611/CEE, lo que sin duda supondría un paso atrás en el objetivo de homogeneización. La ausencia de un mercado único para fondos de inversión es una de las mayores limitaciones al potencial europeo de canalización del ahorro hacia inversiones productivas. En este sentido, la Comisión propondrá una nueva Directiva para eliminar los obstáculos existentes, que tendrá que estar aprobada por los Estados miembros antes de enero de 1999.

Precisamente en un reciente Informe (*Draft Action Plan for the Single Market/30.04.97*), la Comisión Europea ha señalado como prioridades para lograr un funcionamiento adecuado del mercado único, que a su vez asegure la transición hacia la moneda única, las siguientes:

- simplificación de normas
- eliminación de barreras fiscales y de conductas no competitivas
- eliminación de obstáculos en los distintos sectores económicos
- desarrollo del mercado único en beneficio de los ciudadanos

Para el logro de estas cuatro prioridades se establecen una serie de actuaciones, en las que destacan las siguientes referidas a las IIC:

- eliminación de las distorsiones en la tributación de las rentas de capital, a través de una Directiva sobre tributación del ahorro
- eliminación de los obstáculos fiscales a la actividad transfronteriza

c) *Las políticas nacionales de ahorro*

La unificación de la política monetaria no tiene por qué plantear una correspondencia con las políticas financieras que pueden seguir respondiendo a los intereses de los Estados. Es previsible que éstos mantengan un margen de maniobra en relación con su política de ahorro.

La tendencia en casi todos los países es privilegiar las inversiones a largo plazo. Incluso algunos países privilegian la inversión en acciones u obligaciones emitidas por sociedades con sede social en sus respectivos territorios. Dicha política influye sobre la estructura del ahorro, al fortalecer productos del tipo PEA («Plan d'Épargne de Actions»), PEP («Personal Equity Plan»), etcétera.

Un reciente informe de la OCDE (*Financial Markets Access: issues for discussion*) menciona respecto a las instituciones de inversión colectiva, que existen una serie de barreras legales a la comercialización transfronteriza, y a los servicios de gestión de inversiones. Dichas barreras se pueden agrupar en tres tipos:

- barreras de regulación: porcentajes mínimos del capital en manos de residentes, no homogeneización internacional sobre difusión de información o sobre requisitos de registro, etcétera.
- barreras informales: sobre diferentes prácticas relativas a normas contables, retenciones sobre dividendos, sobre cálculo de rentabilidades, etcétera.
- barreras sobre diferencias en el tratamiento fiscal.

El proceso de armonización del ahorro europeo no será pleno mientras existan dichas divergencias.

2.3. *Modificación de las estrategias de marketing*

La modificación del entorno competitivo obligará a los profesionales del sector a replantear su estrategia de comercialización en función de dos ejes principales: racionalización de la gama de instituciones y consecución de una dimensión óptima con la posibilidad de establecer alianzas con promotores extranjeros. A continuación se describen brevemente cada uno de ellos:

a) *Racionalización de la gama de instituciones*

La introducción del euro propiciará fusiones entre instituciones, dentro de un proceso de racionalización del número de fondos, lo que podría plantear cuál sería el tratamiento fiscal de las plusvalías de cartera en una fusión entre fondos.

En España, la vía de las fusiones como mecanismo de reorganización de la gama de instituciones tropieza con la imposibilidad legal de fusionar o escindir fondos (aunque sí se contempla la fusión de sociedades).

b) *Dimensión: Alianzas con promotores extranjeros*

Un tamaño reducido puede llegar a convertirse en un factor claramente negativo en un nuevo entorno competitivo. Por ello, las entidades deberán reconsiderar su dimensión óptima mediante tres posibles vías:

- mayor dimensión del negocio en todas sus áreas, lo que sin duda conllevará costes importantes, que en el caso de las entidades de menor tamaño serán comparativamente más elevados.
- mayor colaboración entre gestores europeos. El fortalecimiento de la competencia, la expansión de los mercados y la especialización de la gestión son factores que pueden justificar los posibles acuerdos con los promotores extranjeros, a un doble nivel:

- *acuerdos de distribución*: los profesionales podrían plantearse llegar a ciertos acuerdos con entidades de otros Estados (miembros o no de la Unión Monetaria) en materia de distribución. Se trata de una estrategia que permite sinergias, evitando en ciertos casos enfrentamientos comerciales.
- *acuerdos de asesoramiento para inversiones*: plantearse acuerdos (bilaterales o no), de asesoramiento del mercado nacional propio, evitando costes por contratación de analistas especializados en determinadas zonas geográficas o sectores económicos, además de medios técnicos adicionales.
- fusión entre gestoras, bien a nivel nacional o supranacional. Esta estrategia no parece que sea previsible en España, al menos en un primer momento, por cuanto las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva están, en su mayoría, vinculadas accionarialmente a grupos financieros (bancos, cajas de ahorro, entidades de seguros, cooperativas de crédito, etc.).

2.4. Adaptación de la gestión

La moneda única tendrá, probablemente, los siguientes efectos sobre la gestión financiera por cuenta de terceros:

- la gestión del riesgo de tipo de cambio actual, basada entre cada divisa de los Estados miembros y el dólar y/o el yen, se sustituirá por otra basada en el euro/yen y el euro/dólar.
- se favorecerá la diversificación de carteras, sobre todo en países tradicionalmente con altos tipos de interés, como España.
- se producirá una expansión del mercado europeo, que redundará en un nuevo reparto de los tipos de activos financieros, y que propiciará una modificación (racionalización) de la gama de instituciones disponibles en el mercado.
- la capacidad de concebir nuevos productos y nuevos tipos de gestión sitúa a los gestores españoles en una posición favorable para afrontar un desafío difícil: obtener la mayor rentabilidad posible, controlando los riesgos aceptados por los inversores.
- el paso al euro ampliará la actividad de los analistas financieros y de las agencias de rating, en lo referido a calificación de emisores de renta fija. En efecto, la noción de calidad del emisor se ve revalorizada por la desaparición del riesgo de tipo de cambio. Así, los inversores demandarán emisiones con calificación de riesgo ya que la gestión, en el ámbito de los países de la zona euro, pasará de basarse en zonas geográficas (riesgo de tipo de cambio), a estar basada en una visión europea de los sectores económicos.

3. Consecuencias en las entidades comercializadoras

En los dos puntos siguientes se estudian las consecuencias que tendrán en las entidades comercializadoras de inversión colectiva la introducción del euro.

3.1. La actividad de las entidades comercializadoras en España

La promoción y gestión de instituciones en España, una vez cumplidos los requisitos legales, es de libre acceso. Sin embargo, y en lo que respecta a los fondos de inversión, la vigente Ley del Mercado de Valores en sus artículos 71 y 76, reserva en exclusiva la actividad de comercialización (gestión de suscripciones y reembolsos) de participaciones de fondos de inversión a Bancos, Cajas de Ahorro, Cooperativas de Crédito, sociedades de valores, entidades Oficiales de Crédito, CECA, y Caja Postal. La comercialización de las instituciones en España se realiza, básicamente, en las redes de oficinas de las entidades financieras, cuyo número es actualmente superior a 37.000.

Los comercializadores, no sólo de instituciones, sino de cualquier otro producto financiero, tendrán que enfrentarse a una serie de modificaciones respecto a la situación actual, y que podrían resumirse en:

- modificación del tamaño óptimo de la red de oficinas
- importante esfuerzo de formación de los recursos humanos
- redefinición del volumen óptimo de las instituciones
- mayor competencia entre las gestoras de los distintos países, aunque seguirán existiendo barreras de entrada
- potenciación de canales no tradicionales de distribución: vía telefónica, cajeros automáticos, «home-banking», internet-infovía, etcétera.
- potenciación de comercializadores independientes: brokers de instituciones

Por último, habría que señalar que el Proyecto de Reforma de la Ley del Mercado de Valores permitirá a las sociedades gestoras de IIC la comercialización, directamente o a través de agentes o apoderados, de las participaciones de los fondos que administren.

3.2. La actividad de las entidades comercializadoras en el resto de países

La estructura de comercialización, a nivel europeo, de participaciones de fondos de inversión es radicalmente diferente según los países, si bien en ninguno de ellos, excepto en España, existe limitación de comercialización a las sociedades gestoras.

La supervivencia de los grandes centros financieros europeos de gestión de fondos (Luxemburgo, y en menor medida Dublín), no parece que quede amenazada, ya que podrán hacer valer su elevada experiencia de gestión, al tiempo que se beneficiarán de la existencia, al menos durante unos años, de barreras entre los Estados de la Unión Monetaria.

4. Consecuencias en las instituciones de inversión colectiva

En los dos siguientes puntos se analizan dos cuestiones relativas a los efectos de la introducción del euro en las instituciones de inversión colectiva. En concreto se estudia cómo se va a ver afectado cada tipo de IIC.

4.1. Consecuencias por tipo de Institución

a) Instituciones monetarias domésticas

En un entorno previsible de tipos de interés a corto en torno al 4%, estas instituciones situarán sus rentabilidades nominales en torno al 3%. Además, irán perdiendo peso relativo en relación al total de instituciones, sobre todo en países como España, Francia, Portugal o Grecia, donde han tenido y aún tienen un volumen de patrimonio significativo. Y por último, desaparecerán las inversiones en divisas de aquellos activos denominados en monedas de países que se integren en la Unión Monetaria.

b) Instituciones de renta fija domésticas

Con el escenario de tipos de interés mencionado, podría pensarse que sus rentabilidades nominales se situarían en torno al 5%. Sus inversiones se centrarán de forma creciente en renta fija privada, al ir disminuyendo de forma paulatina el saldo vivo de deuda pública.

De igual modo que en el caso anterior, irán perdiendo peso relativo en relación al total de fondos, pero a un nivel más ralentizado que el de las instituciones monetarias. Este proceso será todavía más lento en países como España, donde existe una gran aceptación de los fondos de renta fija con garantía externa de rentabilidad.

Por último, es previsible que aparezcan fondos de renta fija *Europeos*, así como que aumenten el número de fondos de renta fija dirigida exclusivamente a renta fija privada.

c) Instituciones de renta variable domésticas

Como se ha mencionado cabe esperar un aumento considerable de estas instituciones, tanto en patrimonio como en número, como consecuencia del entorno ya mencionado y, en menor medida, por los procesos, cada vez más numerosos, de privatizaciones de empresas públicas en Europa y en el resto del mundo.

No parece que la estrategia de inversión para valores nacionales cambie, al menos en un primer momento, si bien la presencia de valores de países de la Unión Monetaria, se verá aumentada considerablemente, sobre todo de aquellos sectores no suficientemente representados en las Bolsas anteriormente *domésticas*.

d) Instituciones en valores extranjeros

Al desaparecer un número, más o menos importante, de monedas nacionales, muchos fondos que venían invirtiendo en activos denominados en divisas, pasarán a centrarse en inversiones domésticas. Por lo que se refiere a la inversión en valores extranjeros, las instituciones concentrarán sus inversiones en valores denominados, básicamente, en dos divisas: dólar y yen.

e) Instituciones de derivados

En España, al no estar reguladas, no van a verse afectadas por la Unión Monetaria, aunque, en algunos países europeos, sí está admitida legalmente esta figura.

Desde la perspectiva contable o administrativa, los problemas que afrontarán las instituciones de derivados son de la misma índole que los que afectarán a las que operan con valores, cotizados o no, en mercados de contado, por lo que los comentarios formulados para éstos, son aplicables a los productos de gestión sobre mercados derivados.

f) Instituciones garantizadas

La pertenencia de España a la tercera fase de la Unión Monetaria no debe de suponer, en principio, consecuencias importantes para las instituciones españolas. En lo relativo a los fondos de inversión, hasta el mes pasado la garantía de rentabilidad no la podía prestar la institución, sino cualquier entidad financiera ajena a ésta, que normalmente coincidía con la entidad promotora. El pasado 13 de junio de 1997 se publicó la Orden Ministerial sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva en instrumentos financieros derivados, que posibilitará la existencia de auténticas instituciones garantizadas, es decir, aquellas que garanticen una rentabilidad con su propia cartera.

En lo que se refiere a las instituciones garantizadas, pueden distinguirse tres clases:

- aquellas, de capitalización o de reparto, cuya rentabilidad esté garantizada con respecto a la evolución de un índice de mercado (generalmente, un índice bursátil como el Ibex-35).
- las de capitalización, que garanticen un tipo de progresión de su valor liquidativo, por ejemplo la duplicación del capital en x años.
- las de reparto, que garanticen un volumen de rendimientos por participación/acción expresado en pesetas, asociado con una garantía sobre el capital al vencimiento.

La transición al euro afecta a la conversión del activo (la cartera) y al pasivo (los accionistas y los partícipes). Se han de analizar dos períodos, en función de que las operaciones corrientes de los particulares sigan realizándose o no en pesetas:

1) Institución cuya garantía venza entre 1-1-1999 y 1-1-2002:

La cartera se convertirá íntegramente a euros, y la garantía concedida al cliente seguirá expresada en pesetas. Así, mediante la aplicación del tipo de conversión, se pasará de la cobertura de la garantía en euros a los importes garantizados en pesetas.

Los importes inscritos en euros en la contabilidad de la institución, serán el contravalor exacto del total de los importes garantizados a los clientes.

En lugar de abonar a cada una de las cuentas de los clientes en pesetas, aplicando el tipo de conversión, se obligará a que se repartan en pesetas los ingresos con arreglo a la garantía contractual. La institución abonará al Depositario bien un volumen de rendimientos/capital garantizado a distribuir en euros, convertido en bloque a pesetas siendo en este caso insignificante el riesgo de redondeo, o por el contrario, un volumen de rendimientos/capital garantizado a distribuir en pesetas.

De este modo, se abonará a la cuenta de los partícipes

en pesetas. Si debiese hacerse el desembolso, a petición del cliente, en una cuenta llevada en euros, la suma abonada al cliente se redondearía globalmente por defecto después de la conversión pesetas/euros.

2) *Institución cuya garantía venza con posterioridad al 1 de enero del 2002:*

Todos los rendimientos garantizados se redondearán por defecto hasta el céntimo anterior de euro, por lo que resultará un saldo de redondeo (diferencia entre el redondeo de la suma de todos los importes garantizados y la suma de los redondeos). ¿Cuándo y de qué forma (intereses o capital) se repartirá el saldo? Existen varias reglas posibles para responder a estas preguntas:

- redondeo por ejercicio fiscal: cada año se reparte un saldo (si el rendimiento garantizado es un rendimiento trimestral). Se redondeará cada año, y el saldo de redondeo correspondiente a un ejercicio fiscal no podrá superar un céntimo de euro.
- redondeo a lo largo del período de vigencia del producto: se redondearán los importes a lo largo del período residual de vigencia del producto. El saldo de redondeo correspondiente al período residual de vigencia del producto no podrá superar un céntimo de euro. Esta regla puede sumarse o no a la anterior; en este último caso, se efectuará el reparto del saldo de una sola vez.

4.2. *Consecuencias en la clasificación de las instituciones de inversión colectiva*

Las consecuencias en la clasificación de instituciones van a ser diversas en función de los distintos países, ya que, tanto los criterios de clasificación como las entidades que los promueven son distintos. Así se puede distinguir:

- *en función de las entidades promotoras:* en varios países las establecen las autoridades nacionales, y/o las asociaciones profesionales, y/o los consultores de rentabilidades.
- *en función de los modelos utilizados:* básico, en función de las principales categorías de inversión: de renta variable, de renta fija, monetarias, etc.; sectorial, en función de los sectores económicos en que se invierte la cartera y matricial, mezclando área geográfica y sectores económicos.

Por otra parte, las clasificaciones no responden a las

mismas necesidades, ni siquiera para cada tipo de usuarios: inversores, gestores, promotores, departamentos de marketing, autoridades o auditores. Además, los elementos legales y fiscales pueden tener una gran influencia en la estructura del sector. En concreto, el régimen fiscal puede dar lugar a diferentes clasificaciones.

5. Recomendaciones

A continuación se exponen una serie de recomendaciones elaboradas por el grupo de trabajo:

1. Acelerar el desarrollo de la normativa relativa a las instituciones de inversión colectiva. En concreto:
 - ampliación del número de mercados aptos para inversión
 - regulación de los fondos institucionales, que en países como Alemania suponen más del 50% del patrimonio total
 - regulación de fondos, figura ya introducida en el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores
 - regulación de la fusión de fondos, como vía imprescindible para racionalizar el número de instituciones, ante un nuevo entorno de moneda única
 - regulación de los «Master-Feeder Funds» o fondos alimentadores

Es de primordial interés que estos desarrollos entren en vigor antes del 1 de enero de 1999, para así poder competir en igualdad de condiciones con el resto de instituciones de inversión colectiva europeas.

2. Continuidad de los índices: en la medida que los distintos índices puedan verse afectados por la introducción del euro y alguno de ellos pueda desaparecer, deberían preverse índices paneuropeos, así como la neutralidad en las series históricas.
3. Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva deberán realizar un considerable esfuerzo consistente en modificar sus estrategias de marketing y adaptar sensiblemente la gestión financiera.
4. Las entidades comercializadoras de fondos de inversión deberán adaptarse a un entorno presumiblemente muy competitivo.