

PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO



EL
EURO
Y LA
**ACTIVIDAD
BANCARIA**



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS
PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL

INTRODUCCIÓN

La implantación del euro, aspecto central de la futura unión monetaria europea (UME), marcará el comienzo de una nueva era en Europa. La moneda única supondrá, sin duda, el mayor impulso recibido por el proceso de integración económica y política del continente, iniciado con la formación de la CEE —y sus sucesivas ampliaciones— y reforzado sustancialmente por el programa del mercado único (PMU) hace unos pocos años. La creación del euro afectará a empresas, familias y administraciones públicas, pero el sector bancario será el que más transformaciones experimentará y, junto a los mercados financieros, serán los principales ejes sobre los que pivotará la introducción del euro.

Falta menos de un año para el 1 de enero de 1999, fecha en la que se producirá la creación del euro, y éste es un buen momento para evaluar cómo se están preparando las entidades financieras europeas y, en particular, las españolas, para poder acometer las implicaciones de dicho evento. Hay cuestiones operativas de gran trascendencia como la reconversión a euros de las cuentas y sistemas de compensación, de los programas contables e informáticos y de los productos y servicios bancarios. Asimismo, el canje de las monedas nacionales por euros, que se producirá en los primeros seis meses del 2002, también se efectuará a través del sistema bancario, que tendrá que asumir el coste de ese proceso. En cualquier caso, el período 1999-2002 será crítico por los riesgos operativos y estratégicos que bancos y cajas de ahorros tendrán que evitar, ya que la compleja convivencia de divisas nacionales y euros durante esos años obliga a las entidades financieras a estar preparadas a operar y a ofertar productos en los dos tipos de monedas. Tras el 2002, algunos de estos riesgos pueden persistir pero el que ya únicamente se negocie en euros atenúa las dificultades operativas a la vez que abre aún más un mundo de nuevas oportunidades para las entidades financieras.

Las entidades financieras europeas, en mayor o menor medida, llevan preparándose para la creación del euro desde incluso antes de diciembre de 1995, fecha en que tuvo lugar la Cumbre de Madrid que decidió el calendario de la UME. En este con-

texto, sin duda, hay que destacar los trabajos preparatorios del Banco de España y las entidades de depósitos españolas —fundamentalmente a través de sus federaciones o asociaciones, a saber, AEB, CECA y UNACC— en aras de la identificación y adaptación a los impactos y riesgos del cambio a la moneda única. Asimismo, otras instituciones como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), han realizado estudios sobre los impactos de la UME en los mercados financieros que también son de gran interés para las entidades de depósito. Aunque el estado de estos trabajos, al menos en la vertiente operativa, está muy avanzado, las entidades financieras españolas no podrán bajar la guardia en los próximos meses y deberán continuar realizando esfuerzos en materia de previsión y adaptación a los cambios que implica la UME.

La Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social, y su permanente voluntad de aportar estudios e informes de interés sobre los diferentes aspectos del sector financiero, dedica este número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO a recapitular el estado de la cuestión en los preparativos para la adaptación de la actividad bancaria a la moneda única. No es el único volumen de esta revista que se dedica a la UME, pero sí es el primero que recopila buena parte de los principales trabajos prospectivos realizados hasta la fecha sobre los impactos del euro en el negocio bancario.

Dos son los pilares fundamentales del presente número: las cuestiones operativas y los retos estratégico-competitivos. Sobre el primer aspecto, el presente volumen incluye dos artículos y un apéndice documental que recopilan las principales conclusiones, hasta el momento, de los estudios preparatorios sobre el euro de los grupos de trabajo formados en la Confederación Española de Cajas de Ahorros, la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (Inverco) y la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Por su parte, el análisis de los desafíos de carácter estratégico y competitivo del euro, que se realiza en dos trabajos específicos presentados en este número, parte de los resultados del impacto del mercado único, un

precedente adecuado en materia de eventos desreguladores e integradores. Asimismo, este volumen recoge un trabajo, el primero que aparece en el número, y un apartado de opiniones de dirigentes de la Administración y de bancos y cajas, que combinan la evaluación tanto de las implicaciones operativas como las de carácter competitivo y estratégico del euro sobre la actividad bancaria.

Como ya se ha comentado, el presente volumen comienza con un artículo que plantea las principales consecuencias operativas y estratégicas de la creación de la moneda única para el sector bancario español. Este trabajo se debe a **Ignacio Fuentes**, Inspector de Entidades de Crédito del Banco de España, para el que el papel central de las entidades de depósito en la intermediación financiera les va a obligar a asumir gran parte de las repercusiones de la creación del euro. En una primera instancia, el montante de los costes de adaptación a la moneda única del sector bancario español se eleva, según distintas estimaciones, a una cifra entre 100.000 y 300.000 millones de pesetas, que representaría entre el 4 y 11 por 100 de los gastos de explotación. Además, hay otras repercusiones monetarias directas, como es la previsible caída de los ingresos por actividad en moneda extranjera, que en cualquier caso, según el autor, no va a tener una excesiva importancia para el conjunto de entidades bancarias españolas. Por otra parte, existirán importantes implicaciones del nuevo entorno macroeconómico de estabilidad, con bajas tasas de inflación y tipos de interés. Algunos de estos impactos serán negativos —estrechamiento de márgenes y preferencia de los ahorradores por instrumentos no bancarios—, pero otros pueden ser favorables como consecuencia del fortalecimiento de la actividad económica. En cualquier caso, la actividad bancaria minorista se verá menos afectada que la mayorista. Por último, el trabajo plantea las opciones estratégicas para hacer frente al impacto del euro, entre las que destacan la contención de los gastos de explotación y el redimensionamiento del sector.

La Confederación Española de Cajas de Ahorros, tal y como explica en el segundo artículo de este número una voz tan privilegiada como la de **José Antonio Olavarrieta**, Director General Adjunto de la citada institución, ha identificado de forma pormenorizada los más de 11.500 impactos que la implantación del euro puede tener potencialmente sobre la actividad de las cajas de ahorros. La importancia de la incidencia de la UME para la CECA se ha visto reflejada, asimismo, en la creación de una Secretaría Permanente para la Moneda Única y de ocho comités especializados en estudiar aspectos concretos del negocio de las cajas de ahorros. Este generoso esfuerzo ha generado ya sus frutos, siendo el mejor exponente la «Guía de Implantación para la Moneda Única», en la que se recogen los efectos del euro y posibles soluciones alternativas para las distintas cajas de ahorros. En el

trabajo, se da un profundo repaso a las distintas áreas, en el que destacan los impactos sobre las áreas operativa y financiera, y que se dejarán sentir en la informática de las entidades así como en la operativa departamental y los documentos. Los medios de pago y la formación del personal serán otros dos campos críticos en la adaptación a la UME. En cualquier caso, el autor concluye que sería un error considerar la creación del euro como una amenaza para las entidades financieras. Al contrario, hay que entender ese acontecimiento como una auténtica oportunidad para abrir nuevos mercados, negociar nuevos productos, renovar el capital y para revisar a fondo toda la organización de las entidades financieras.

La nota de **Mariano Rabadán**, Presidente de Inverco, recoge de forma sintética los trabajos realizados en la citada asociación en materia de adaptación a la moneda única. La creciente importancia de los fondos de inversión en la actividad de bancos y cajas de ahorros justifica la inclusión de un artículo de estas características. Tres comités se crearon en esta asociación de instituciones de inversión colectiva para estudiar la incidencia del euro: operativo, jurídico y económico-financiero. Existirán numerosas implicaciones para sociedades gestoras, entidades depositarias, comercializadores, así como para partícipes, accionistas y beneficiarios. Uno de los problemas típicos surgirá de la redenominación de los valores existentes que planteará problemas de redondeo, así como modificaciones estatutarias y algunos gastos (cambios de escritura de emisión, gastos registrales, etcétera).

El segundo bloque de artículos está dedicado a las cuestiones competitivas y estratégicas que lleva aparejado el proceso de integración monetaria. Ésta es una área sobre la que existen escasos trabajos, siendo algunos de ellos de carácter tentativo, aunque serán aspectos al menos tan importantes como los operativos en la futura configuración del sector bancario europeo en la UME. En materia de estrategia, competencia y negocio, el euro implica grandes oportunidades, pero también grandes riesgos para las entidades financieras. Una apuesta estratégica acertada y dinámica supondrá sacar el máximo partido de las oportunidades y ventajas que lleva aparejado el euro, mientras que una estrategia inadecuada y estática acrecentará los riesgos de esas entidades ante los desafíos de la implantación de la moneda única.

El artículo de **Edward Gardener**, **Philip Molyneux** y **Jonathan Williams**, investigadores del Institute of European Finance, plantea los principales desafíos y posibles respuestas estratégicas de las entidades bancarias europeas con motivo de la UME. El análisis parte de su estudio previo, encargado por la Comisión Europea sobre el impacto del mercado único sobre los sectores bancarios de la UE, en el que concluyeron que las optimistas predicciones de Cecchini sobre el mercado único bancario se cumplieron fun-

damentalmente en el segmento mayorista y no tanto en el minorista. En este contexto, estos autores entienden la UME como un paso más en el proceso de integración, desregulación y globalización que está teniendo lugar en la UE desde el diseño y entrada en vigor del mercado único. En todo caso, la moneda única se implantará, estén o no preparadas las entidades de depósito europeas, y afectará a prácticamente todos los aspectos de la actividad bancaria en Europa. Una reciente estimación indica que los costes de adaptación al euro del conjunto de sectores bancarios nacionales superará los 17.000 millones de dólares, mientras que esta cifra se eleva a 25.000 millones de dólares cuando se incluye el conjunto de entidades que forman el sistema financiero de la UE. Las implicaciones operativas y estratégicas del euro son de variada naturaleza y surgen de cuestiones tan dispersas como el nuevo marco macroeconómico de estabilidad de precios y bajos tipos de interés, el impacto de la política monetaria única, el sistema de pagos TARGET, el proceso de desintermediación financiera y el declive de la actividad bancaria tradicional, el redimensionamiento de las entidades financieras y la necesidad de una creciente eficiencia productiva. En cualquier caso, el euro puede ser el evento liberalizador que a medio plazo quiebre la importancia de las barreras todavía existentes que impiden que el sector bancario minorista europeo esté plenamente integrado. La última parte de su trabajo está dedicada al caso particular de las estrategias de las cajas de ahorros europeas, sector de gran heterogeneidad en la UE. Aunque sea difícil destacar las cuestiones estratégicas comunes de las cajas europeas, algunos aspectos aparecen con más intensidad; por ejemplo, el futuro de su naturaleza jurídica en un mundo en el que los principios de mercado se imponen cada vez más, sus posibilidades de acrecentar los recursos propios, el aumento de la eficiencia y el logro de las ventajas de la dimensión —bien sea por fusiones y adquisiciones o mediante fórmulas basadas en la cooperación nacional e internacional— parecen configurarse como los ejes de sus estrategias ante la UME.

El último artículo se debe a los profesores **Santiago Carbó** y **Juan Coello**, investigadores de la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas, y en él se analizan las cuestiones competitivas de la implantación del euro y las posibles vías estratégicas abiertas para las entidades de depósito españolas. Su trabajo parte de la evaluación de las tendencias competitivas recientes en el negocio bancario tradicional —cuya importancia está en declive— de las entidades de depósitos españolas así como del proceso de universalización de la actividad de estas instituciones financieras. Los fondos de inversión, la expansión en mercados emergentes y los nuevos canales de distribución —temas analizados con gran detalle— son los tres ejes de la nueva actuación estratégica de bancos y cajas de ahorros españolas. Es en este marco donde se plan-

tea el futuro de la competencia bancaria con la UME. La evidencia disponible sobre la competencia transfronteriza entre entidades bancarias de la UE tras la implantación del PMU demuestra que todavía existen importantes barreras de diversa naturaleza —social, cultural, fiscal y laboral, entre otras— que impiden la creación de un espacio plenamente integrado para la actividad bancaria minorista. El caso español es un claro ejemplo, en el que la banca comercial extranjera tiene una importancia cuantitativa marginal y que, además, no tiende a crecer. No obstante, cabe esperar que la competencia transfronteriza en el negocio bancario al por menor pueda reforzarse en los próximos años, con la eliminación de una barrera económica tan relevante como el riesgo de tipo de cambio, y con las innovaciones tecnológicas que cada vez obligan menos a tener una gran capacidad presencial —a través de una tupida red de oficinas— a la hora de captar cierto tipo de negocio —fondos de inversión y seguros, entre otros—, ya que se pueden captar a través de los nuevos canales tecnológicos. En cualquier caso, no se debe dramatizar esta amenaza competitiva de naturaleza transfronteriza ya que hay otra parte central de la actividad bancaria —créditos, por ejemplo— que todavía requiere un elevado grado de presencia a nivel local para conocer la calidad de los posibles prestatarios. El artículo se cierra con una serie de predicciones y recomendaciones estratégicas para las entidades de depósito españolas en materia de negocio, tipos de interés, cuenta de resultados y dimensión. Una creciente eficiencia y la obtención de ventajas a través de un mayor tamaño —vía fusiones y/o cooperación entre entidades— parecen tareas necesarias a acometer ante la implantación de la moneda única.

Tras los cinco trabajos técnicos, se incluye un apartado de opiniones que ha sido coordinado por **Mariano Guindal** y **Mar Díaz Varela**, redactores de *La Vanguardia* y que sintetizan en una introducción que lleva el sugerente título de «El sistema financiero español en el umbral del siglo XXI». En el citado apartado se recogen las reflexiones de personalidades de la Administración y de bancos y cajas españoles sobre el estado de los preparativos de la adaptación al euro así como las repercusiones estratégicas de la UME sobre la actividad bancaria. El elenco de personalidades que ha tenido la deferencia de responder nuestro cuestionario sobre el impacto del euro en el negocio bancario y a las que expresamos desde estas líneas nuestro más sincero agradecimiento es el siguiente: **Jaime Caruana**, Director General del Tesoro y Política Financiera; **Braulio Medel**, Presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y de Unicaja; **José Ignacio Berroeta**, Presidente de Bilbao Bizkaia Kutxa; **Miguel Blesa**, Presidente de Caja de Madrid; **José Vilarasau**, Director General de «La Caixa»; **José María Amusátegui**, Presidente del Banco Central Hispano; **Emilio Botín**, Presidente del Banco Santander; **Francisco González**, Presidente de

Argentaria, y **Emilio Ybarra**, Presidente del Banco Bilbao Vizcaya.

Recomendamos al lector el análisis detallado de las respuestas de estas nueve voces plenamente autorizadas del sistema financiero español. No obstante, hemos destacado los cinco principales puntos de encuentro de sus opiniones y que suscribimos plenamente:

- La puesta en marcha de la UME es un paso más —aunque de gran trascendencia, sin duda— en el proceso de integración monetaria y financiera de Europa. La moneda única será un acelerador de los cambios que ya se iniciaron en los años ochenta. La experiencia reciente de las entidades de depósito españolas en un marco liberalizado permite mirar al futuro con optimismo, por importantes que sean los desafíos del euro.

- Al igual que ocurrió con el mercado único, los efectos sobre la actividad bancaria mayorista serán notablemente más importantes que el impacto sobre el negocio minorista. Las barreras de entrada desaparecen en la actividad al por mayor mientras que la eliminación para el segmento minorista será paulatina y más lenta.

- Los efectos del euro se dejarán sentir básicamente en tres áreas: impactos operativos, tecnológicos y estratégicos. En el primer caso, supondrán la aparición de nuevos productos y servicios, nuevos mercados y clientes, nuevos competidores y nuevos canales de distribución. En el ámbito operativo, los retos están vinculados a la creación de nuevas plataformas capaces de hacer frente al cambio de unidad de cuenta y al problema del efecto del año 2000. A nivel estratégico, se encuentra el posi-

ble redimensionamiento del mapa bancario europeo y el aumento de la competencia en el sector.

- Ante los desafíos de la competencia transfronteriza y de la creación de un mercado paneuropeo, las entidades de depósito españolas parecen haber iniciado dos estrategias: una defensiva ante cualquier entidad que quiera ganar tamaño entrando en una entidad española y otra ofensiva, dirigida a acrecentar la penetración en el mercado europeo. En cualquier caso, parece necesario alcanzar un tamaño crítico mínimo para competir en el contexto europeo.

- En este último ámbito del tamaño, las cajas de ahorros son un caso especial. Parece necesario que las cajas pequeñas y medianas deberán aumentar su dimensión, pero no se pueden olvidar otras vías como el reforzamiento de la cooperación y la profundización de las alianzas estratégicas que pueden complementar muy bien la búsqueda de las ventajas de una mayor dimensión.

Por último, el presente volumen se cierra con un apéndice en el que se incluye un reciente y prolijo documento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre «Efectos de la introducción del euro sobre los mercados de valores y las instituciones que en ellos operan». En este interesante documento, de obligada referencia por su perfil práctico para los gestores de tesorería y operadores de mercados financieros de bancos y cajas de ahorros, se recopilan las principales conclusiones de las mesas de trabajo creadas por la CNMV para estudiar los impactos sobre los mercados organizados, sociedades y agencias de valores e instituciones de inversión colectiva.

CONSECUENCIAS PARA EL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL DE LA ADAPTACIÓN AL EURO

Ignacio Fuentes

I. INTRODUCCIÓN

El proceso de implantación del euro, que tendrá lugar en los próximos años, va a tener unas amplias repercusiones sobre el sistema financiero español, pero serán sin duda las entidades bancarias las que se vean más afectadas, dado el papel central que aún desempeñan en la intermediación financiera pese a los procesos de desintermediación de los últimos años.

La sustitución de la peseta y de otras divisas de países de la UE por el euro, afectará al funcionamiento de numerosas áreas de actividad de las entidades bancarias que, por otra parte, ya habían experimentado cambios notables por la influencia de otros factores que también están contribuyendo a cambiar la estructura de su operativa. Estos factores, innovación tecnológica en el área de informática y telecomunicaciones, globalización e internacionalización de los flujos de capital, procesos de liberalización y desregulación de la actividad financiera y, en el entorno de la UE, la creación de un mercado único de servicios financieros, han provocado cambios muy significativos en la actividad de los mercados e instituciones financieras, que se han manifestado en un notable incremento en el grado de competencia y en la progresiva reestructuración de los diferentes sistemas bancarios europeos.

La UME supone, en cierto modo, la culminación de este proceso de liberalización y configuración de un mercado único europeo, ya que supondrá la eliminación de una de las últimas barreras potenciales para la competencia entre las entidades bancarias que operan en la UE, el riesgo de cambio provocado¹ por la existencia de diversas monedas nacionales, por lo que es de esperar que suponga un nuevo impulso al incremento del grado de competencia en el sector financiero. Además, y en la medida en que otro tipo de barreras aún existentes no lo impidan (1), la UME supondrá un cambio sustancial en el entorno operativo de las entidades bancarias, que se manifestará en una mayor integración de todos los mercados financieros y en una dimen-

sión de éstos mucho mayor que la de los mercados nacionales a los que sustituyen.

La adaptación de las entidades bancarias españolas a esta nueva realidad, caracterizada por una competencia mucho mayor tanto de las entidades bancarias de otros países como de otras entidades no bancarias, exigirá un notable esfuerzo estratégico. Además, el propio proceso de introducción del euro supondrá un esfuerzo adicional para las entidades bancarias, ya que habrán de adaptar toda su estructura operativa al funcionamiento con la nueva moneda, deberán de afrontar la existencia de un período transitorio donde coexistirán el euro y las monedas nacionales y deberán tomar parte activa en el proceso de sustitución de las monedas nacionales por el euro, con todos los costes y problemas que ello implica.

En este artículo se pretende dar una visión general de dicho proceso, para lo cual se comenzará por analizar los efectos más inmediatos de la unión monetaria derivados básicamente del propio proceso de introducción del euro, para luego analizar los efectos en un plazo más largo, que serán, por un lado, los provocados por el nuevo entorno macroeconómico asociado al euro y, por otro, los derivados del nuevo entorno operativo que sobrevendrá tras la consolidación del mercado único europeo de servicios financieros, caracterizado por unos mercados más integrados, de mayores dimensiones y con un grado de competencia más alto. Por último, se comentarán brevemente las posibles alternativas estratégicas de las que disponen las entidades bancarias españolas para afrontar estos cambios.

II. EFECTOS DE LA UME DERIVADOS DEL PROCESO DE INTRODUCCIÓN DEL EURO

Como ya se ha dicho en la introducción, el proceso de sustitución de las monedas nacionales por el euro tendrá unos costes extraordinarios para las entidades bancarias, derivados de la necesidad de adaptar sus sistemas operativos a la nueva situa-

ción y del esfuerzo que tendrán que realizar, dado el ingente volumen de billetes y monedas que deberán ser sustituidos en un período de tiempo relativamente corto. Por otra parte, la desaparición del riesgo de cambio entre las divisas que se integren en la UME, provocará una disminución en los ingresos derivados de la negociación en moneda extranjera y de la cobertura de riesgos de cambio, al desaparecer esos ingresos en las operaciones que antes se realizaban en dichas divisas.

Uno de los primeros impactos del proceso de unión monetaria vendrá determinado por la necesidad de adaptación de la operativa de las entidades bancarias a la nueva moneda. En principio, existirían dos opciones extremas a la hora de abordar dicho proceso; una de ellas sería un proceso de adaptación mínimo en el que sólo se modificarían aquellas áreas donde no hubiera otra alternativa que operar en euros —básicamente el área de tesorería que se desarrollaría en euros desde el inicio de la fase III— manteniendo el resto de la operativa exclusivamente en moneda nacional hasta el final del período transitorio cuando desaparezcán las monedas nacionales, y una segunda, en la que se realizaría una adaptación rápida de todas las áreas de negocio a fin de estar en condiciones de ofrecer toda la gama de servicios disponibles en euros y en la moneda nacional desde el 1 de enero de 1999.

La elección de una u otra alternativa dependerá de una serie de factores sobre los que aún existen notables incertidumbres, como la futura demanda de servicios en euros por parte de la clientela, el diseño del proceso de adaptación al euro de los diferentes mercados organizados existentes en España, la existencia de acuerdos para la adaptación al euro de los diversos sistemas de pagos y liquidación de operaciones, las estrategias de los competidores y los planes de adaptación al euro de otros países de la UE (2).

Es por ello por lo que puede decirse que la opción extrema de adaptación mínima ya no sería viable, al existir acuerdos firmes para la redenominación del mercado de deuda pública y para la adaptación de los actuales sistemas de compensación a la operativa en euros y pesetas desde el inicio de la fase III. Por otra parte, la existencia de un amplio consenso —aún sin acuerdo firme ni proyecto— para conseguir una adaptación temprana de los mercados de renta fija privada y renta variable, las intenciones estratégicas de las entidades bancarias más importantes manifestadas en diversas encuestas, y que apuntan a una adaptación completa para poder ofrecer todos los servicios en euros y pesetas desde el inicio de la fase III, y lo que se va conociendo acerca de los planes de adaptación de otros países europeos (3) y de las estrategias de entidades bancarias extranjeras, hacen inviable, o al menos muy arriesgada, la opción de una adaptación limitada durante el período transitorio, ya que ello podría traducirse en pérdidas significativas de clientela que op-

tarían por trasladarse hacia aquellas entidades que ofrecieran dichos servicios en euros.

Por tanto, parece que la alternativa más probable va a ser la adaptación completa desde el inicio de la fase III, lo cual exigirá un mayor esfuerzo y un gasto más elevado a las entidades bancarias. Se han realizado numerosos estudios para estimar los costes de adaptación (4), que han arrojado cifras diversas que oscilan entre 100.000 y 300.000 millones de pesetas, entre el 4 y el 11 por 100 de los gastos de explotación.

Si bien la magnitud de estos gastos es considerable, podría ser asumida sin excesivos problemas por el sistema bancario y más aún dada su consideración como gastos extraordinarios y por tanto susceptibles de amortizarse en varios ejercicios. No obstante, la principal dificultad proviene del escaso período de tiempo disponible para desarrollar el proceso, lo que podría ocasionar dificultades en la disponibilidad de los recursos suficientes para llevar a cabo el plan de adaptación en el tiempo requerido, sin interferir en el normal desarrollo del resto de actividades de la entidad. Este problema puede tener mayor intensidad en las entidades de menor tamaño, donde la capacidad de recursos es más limitada, por lo que será especialmente importante el papel que desempeñen las asociaciones que engloban a estas entidades (CECA, UNACC, etc.), que deberán suplir, en lo posible, las limitaciones a las que se enfrentan las entidades individuales a fin de conseguir que estas estén en disposición de competir en igualdad de condiciones con el resto de las entidades bancarias que conforman el sistema bancario español.

La UME también afectará a los ingresos que las entidades bancarias obtenían en su actividad en moneda extranjera, ya que la desaparición de los riesgos de cambio entre las divisas que entren a formar parte de la misma tendrá una repercusión directa en los beneficios obtenidos en este área de negocio, que se manifestará en un descenso de los ingresos derivados de la negociación en moneda extranjera y de la cobertura de riesgos de cambio en las transacciones denominadas en divisas UME. Para hacer un análisis de las mermas que la UME provocará en los ingresos obtenidos en esta actividad, es necesario conocer qué porcentaje del negocio actual está denominado en monedas susceptibles de integrarse en la UME, ya que una gran parte de las operaciones de las entidades bancarias españolas se realiza contra dólares, que en principio no se verían afectadas por el proceso de unión monetaria. Según una encuesta realizada por el Banco de España entre las entidades operantes en el mercado de divisas (5), las transacciones entre monedas susceptibles de integrarse en la UME tan sólo suponían el 30 por 100 de las totales en 1995. Si se analiza la composición del balance en moneda extranjera, las cifras que se obtienen constituían alrededor de un 35 por 100 del total a finales de 1996, y alrededor

del 16 por 100 de las operaciones no vencidas de compraventa de divisas.

Además, si se analizan los ingresos totales obtenidos por esta operativa en términos de porcentaje sobre total balance medio, las cifras son mucho más reducidas, ya que sólo suponen un 0,08 por 100 para el total banca y el 0,04 por 100 en las cajas de ahorros, por lo que las entidades bancarias nacionales se verían escasamente afectadas por la pérdida de ingresos en este negocio.

Sin embargo, algunas entidades concretas, como las que ejercen el papel de corresponsales en pesetas de bancos extranjeros o las que están radicadas en zonas turísticas, podrían sufrir una disminución de ingresos superior a las que se derivan de estas cifras. Además, cabe la posibilidad de que la cuota de negocio que realmente se pueda perder sea algo mayor, ya que es muy probable que una parte de las operaciones que se realizan entre divisas UME se instrumente a través del dólar por la mayor liquidez de este mercado, lo que contribuye a disminuir el coste de la operación de cobertura si ésta se realiza utilizando el dólar como divisa intermedia. No obstante, no parece que la disminución de ingresos por este concepto pueda tener demasiada importancia para el conjunto de las entidades bancarias nacionales (6).

Un aspecto relacionado con este tema, y que también podría afectar a los costes derivados de la introducción del euro para las entidades bancarias españolas, sería el tratamiento que recibirían las operaciones de cambio de monedas UME durante el período transitorio. En un país como es España, con una industria turística muy importante, la operativa de cambio de monedas puede alcanzar un volumen significativo, y si se impidiera a las entidades bancarias el cobro de comisiones por el cambio de monedas de países integrados en la UME durante el período transitorio, en virtud de una aplicación estricta del artículo 52 del Estatuto del SEBC —se aplicaría el tipo de conversión sin posibilidad de fijar ningún margen entre precio comprador y vendedor—, la disminución de ingresos por este concepto podría tener cierta relevancia para algunas entidades. La Federación Bancaria Europea y otras asociaciones bancarias han discutido este tema con representantes del IME y de diversos bancos centrales nacionales a fin de llegar a algún acuerdo que limite los costes por este concepto, y al parecer se va a permitir el cobro de comisiones de cambio por operaciones entre divisas integradas en la UME, si bien será necesario que las entidades distingan entre los costes derivados del riesgo de tipo de cambio, que no se aplicarían en estas transacciones, y los costes derivados de la prestación del servicio de cambio —costes de personal, custodia y repatriación—, que persistirían durante el período transitorio, dado que las distintas monedas de otros países integrados en la UME caerían de valor liberatorio en España.

Un problema distinto sería el tratamiento de los costes derivados del proceso de retirada de billetes y monedas nacionales en la fase final de la UME, en este caso, el cobro de comisiones tendría una justificación más difícil, ya que sería un servicio asimilable al servicio actual de sustitución de los billetes y monedas ya usados por los de nueva circulación, proceso que además se realiza en gran parte a través de la red de sucursales del Banco de España. No obstante, dado el gran volumen de billetes y monedas que será necesario cambiar, las entidades bancarias podrían considerar el cobro de algún tipo de comisión en casos especiales.

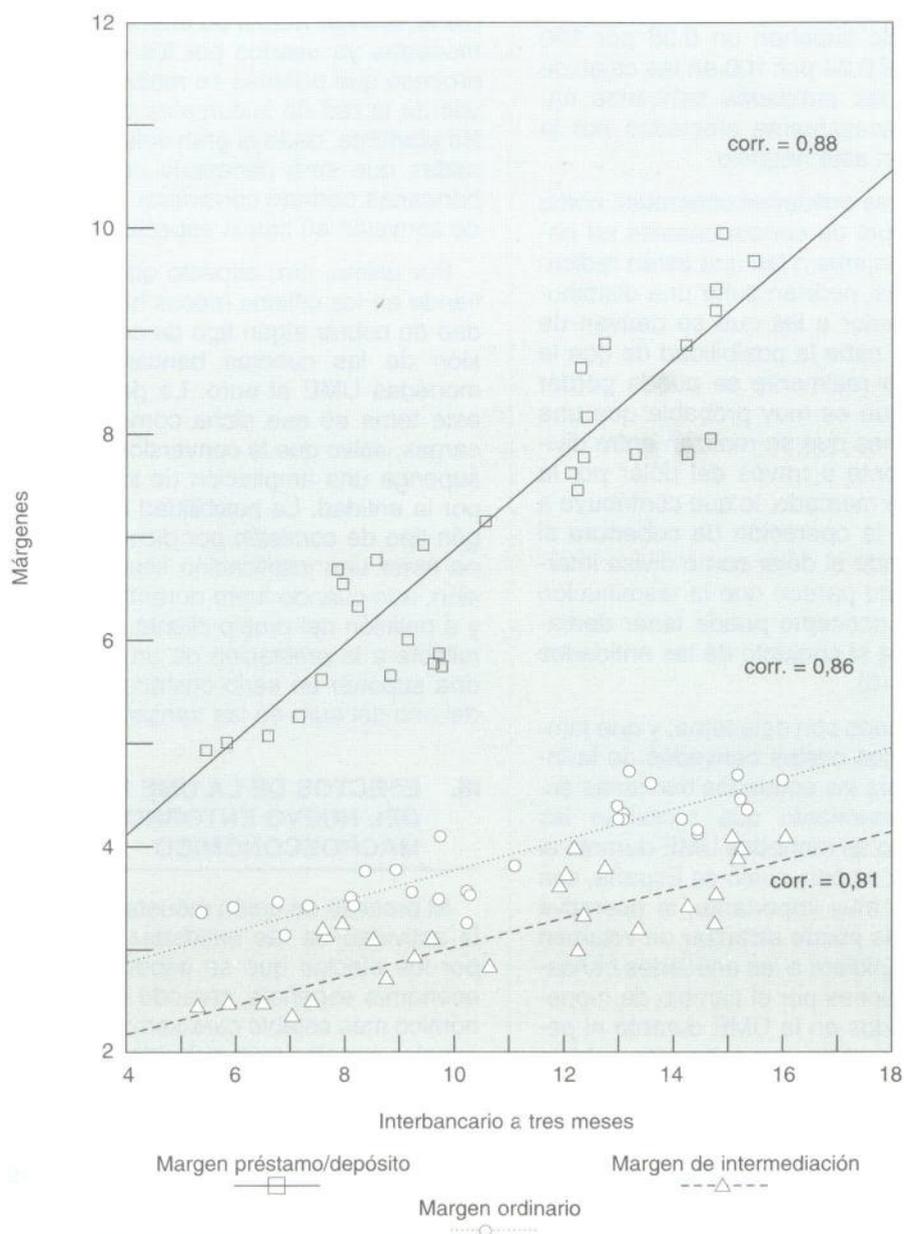
Por último, otro aspecto que se ha venido discutiendo en los últimos meses ha sido el de la posibilidad de cobrar algún tipo de comisión por la conversión de las cuentas bancarias denominadas en monedas UME al euro. La posición mayoritaria en este tema es que dicha conversión estará libre de cargas, salvo que la conversión de la cuenta a euros suponga una ampliación de los servicios prestados por la entidad. La posibilidad de que se cobrase algún tipo de comisión por dicho servicio, además de no tener una justificación clara —la simple conversión, aun cuando fuera durante el período transitorio y a petición del propio cliente, sería difícilmente asimilable a la prestación de un nuevo servicio—, podría suponer un serio obstáculo a la generalización del uso del euro en las transacciones financieras.

III. EFECTOS DE LA UME DERIVADOS DEL NUEVO ENTORNO MACROECONÓMICO

El proceso de unión monetaria también afectará a la actividad de las entidades bancarias españolas por los efectos que se espera que tenga sobre la economía española, creando un entorno macroeconómico más estable caracterizado por unos tipos nominales y reales más reducidos y niveles de inflación más bajos y estables. Si se cumplieran esas previsiones, es probable que se produjera una caída adicional en el nivel actual de los márgenes operativos de las entidades bancarias al reducirse el nivel de los tipos de interés, así como una aceleración de los procesos ya observados de desplazamiento de la actividad financiera fuera de los balances de las entidades bancarias, al desplazarse parte del ahorro hacia instrumentos no bancarios con mayores plazos de vencimiento y rentabilidades más elevadas.

El primero de los efectos derivados del nuevo entorno macroeconómico y el más importante de todos ellos para las entidades bancarias españolas —al menos en los próximos meses—, sería la continuación del proceso de estrechamiento de los márgenes operativos provocado por la previsible reducción en los niveles de los tipos de interés a corto plazo. En efecto, si analizamos la evolución del margen ordinario y los tipos de interés en los países de la UE en los últimos años, parece existir una corre-

GRÁFICO 1
MÁRGENES BANCARIOS Y TIPOS DE INTERÉS
1990-1997 (2.º trimestre)

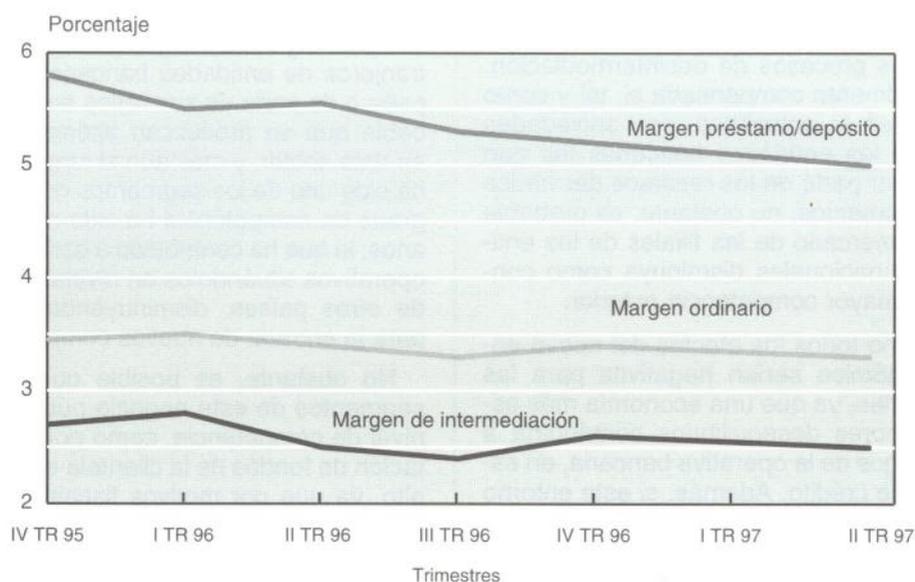
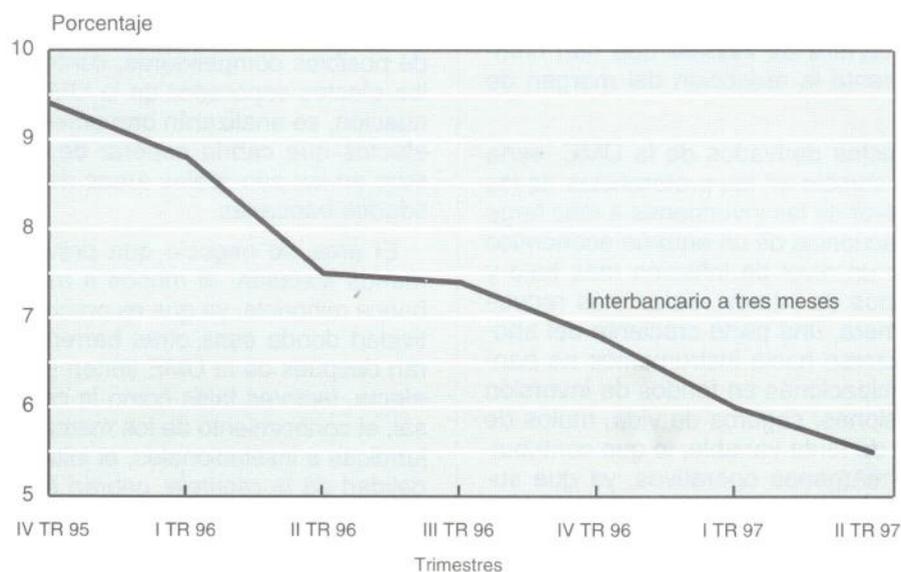


lación positiva entre ambos (7). Además, en los últimos años, dicho efecto también se ha venido observando en España, en especial en los últimos meses, cuando se han producido las rebajas más importantes en el tipo de interés a corto plazo (véase gráfico 1).

La disminución de los tipos de interés afecta a la cuenta de resultados de las entidades bancarias a través de varias vías. En primer lugar, por el diferente grado de respuesta de los tipos de interés del

crédito y de los depósitos, ya que los primeros tienden a reflejar con mayor intensidad que los segundos las variaciones de los tipos de interés de los mercados monetarios, por lo que en períodos de descenso de los mismos el margen entre el rendimiento de los créditos y el coste de los depósitos disminuye, es decir existe una correlación positiva entre el nivel del margen y el de los tipos de interés (véase gráfico 2). La otra vía a través de la cual podrían estrecharse los márgenes, sería la renegociación de los créditos contratados a tipos fijos hace al-

GRÁFICO 2
EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES BANCARIOS
IV trimestre 1995-II trimestre 1997



algunos años, que se renovarían a tipos de interés mucho más bajos, lo que contribuiría a reducir el rendimiento medio de la cartera de créditos.

No obstante, hay que tener en cuenta que una parte significativa del efecto de la reducción de los tipos de interés ya ha sido recogida por los márgenes bancarios en los últimos meses, y aunque es previsible que las reducciones de tipos previstas para los próximos meses contribuyan a estrechar aún más los márgenes operativos, habría que tener en cuenta que el proceso de reducción del nivel de tipos de interés podría agotarse en el momento de creación de la UME, e incluso sería probable que en

los primeros años de la UME los tipos tengan un perfil ascendente si, como es previsible, el BCE optara por una política de un euro fuerte. Todo ello contribuiría a aliviar el proceso de estrechamiento de los márgenes bancarios; no obstante, no parece probable que los tipos de interés del euro alcancen en el futuro valores tan elevados como los de la peseta hace algunos años, por lo que la banca española tendrá que acostumbrarse a operar en un entorno de tipos más bajos y estables.

Esta mayor estabilidad de los tipos de interés también tendría repercusiones sobre las cuentas de resultados de las entidades bancarias, ya que im-

pediría que se produjeran plusvalías en la cartera de valores por importes tan elevados como los de los últimos meses, limitando así una posible compensación de la reducción de los márgenes operativos por esta vía —en los últimos meses las entidades bancarias españolas han obtenido importantes plusvalías en la cartera de valores que han compensado parcialmente la reducción del margen de intermediación.

Otro de los efectos derivados de la UME, sería debido al posible cambio en las preferencias de los ahorradores en favor de las inversiones a más largo plazo como consecuencia de un entorno económico caracterizado por un nivel de inflación más bajo y estable y unos tipos de interés reales más reducidos. Si esto ocurriera, una parte creciente del ahorro podría desplazarse hacia instrumentos no bancarios como participaciones en fondos de inversión o fondos de pensiones, seguros de vida, títulos de renta fija o títulos de renta variable, lo que contribuiría a reducir los márgenes operativos, ya que supondría un freno a la reducción de los tipos pasivos de las entidades bancarias y podría obligar a éstas a sustituir la financiación a través de depósitos de la clientela por financiación interbancaria con un coste más elevado (8). Esta disminución de beneficios, provocada por los procesos de desintermediación, podría ser parcialmente compensada si, tal y como está ocurriendo en la actualidad, son sociedades dependientes de las entidades bancarias las que gestionan la mayor parte de los recursos desviados hacia estos instrumentos, no obstante, es probable que la cuota de mercado de las filiales de las entidades bancarias nacionales disminuya como consecuencia de la mayor competencia exterior.

Sin embargo, no todos los efectos del nuevo entorno macroeconómico serían negativos para las entidades bancarias, ya que una economía más estable y con menores desequilibrios contribuiría a aminorar los riesgos de la operativa bancaria, en especial el riesgo de crédito. Además, si este entorno de mayor estabilidad se traduce en tasas de crecimiento de la actividad económica más elevadas, se produciría un mayor crecimiento del crédito y los depósitos bancarios, lo que contribuiría a frenar el proceso observado en los últimos años de una progresiva pérdida de peso en los balances bancarios de la actividad de préstamo/depósito. Esto tendría un impacto positivo en los márgenes, ya que es la actividad en la que se obtiene una mayor rentabilidad.

IV. EFECTOS DE LA UME DERIVADOS DEL NUEVO ENTORNO OPERATIVO

A más largo plazo, el principal efecto de la UME será un nuevo impulso al incremento gradual de la competencia en todas las áreas de negocio de las entidades bancarias, ya que la UME eliminará el riesgo de cambio, que era una de las últimas barre-

ras que contribuía a la segmentación de los mercados financieros europeos.

Este aumento de la competencia no se manifestará por igual en todos los segmentos de mercado, ya que en algunos de ellos todavía persistirán algunas barreras de entrada que dificultarán la entrada de posibles competidores, contribuyendo a atenuar los efectos esperados de la UME. Por ello, a continuación, se analizarán brevemente cuáles serán los efectos que cabría esperar de la implantación del euro en las principales áreas de negocio de las entidades bancarias.

El área de negocio que previsiblemente se vea menos afectada, al menos a medio plazo, sería la banca minorista, ya que es precisamente en esta actividad donde esas otras barreras que permanecerán después de la UME tienen mayor influencia. En efecto, factores tales como la cercanía de la sucursal, el conocimiento de los mercados, las diferencias jurídicas e institucionales, el idioma o el grado de fidelidad de la clientela, cobran especial importancia en este área de actividad, dificultando la entrada de nuevos competidores que tienen que disponer de redes de distribución similares a las entidades ya implantadas. Por lo tanto, salvo que se produzcan compras significativas por parte de competidores extranjeros de entidades bancarias operantes en España o de parte de sus redes de oficinas, no es probable que se produzcan alteraciones significativas en este sector, y más aún si tenemos en cuenta que ha sido uno de los segmentos donde el aumento del grado de competencia ha sido mayor en los últimos años, lo que ha contribuido a estrechar los márgenes operativos situándolos en niveles comparables a los de otros países, disminuyendo así los incentivos para la entrada de nuevos competidores.

No obstante, es posible que en determinados segmentos de este negocio pueda surgir un mayor nivel de competencia, como por ejemplo en la captación de fondos de la clientela en su segmento más alto, ya que por motivos fiscales estos fondos podrían desplazarse hacia otros países con una fiscalidad de los depósitos más favorable (9), o en el mercado de crédito hipotecario, donde los riesgos de crédito son más limitados.

Sin embargo, en un plazo más largo, éste podría ser uno de los sectores más afectados por la unificación de los mercados provocada por el euro, en la medida en que los nuevos canales de distribución de la banca minorista basados en las nuevas tecnologías de telecomunicación —banca telefónica, banca electrónica, etc.— y el desarrollo de eficaces redes de pagos minoristas paneuropeas, hagan perder la importancia que actualmente tiene la oficina como centro de distribución. En ese caso, el mercado sería asequible a entidades radicadas en áreas distantes y a competidores con menor número de oficinas y de personal y por tanto con unos costes operativos más reducidos, lo que les permitiría competir en condiciones ventajosas dados los

mayores costes de las entidades bancarias españolas como consecuencia de su densa red de oficinas. Si ello ocurriera, la caída de los márgenes operativos podría llegar hasta el punto en el que no fuera rentable sostener la red actual de oficinas, lo cual tendría un impacto significativo en el sector bancario español, en especial en las entidades de tamaño más pequeño y especializadas en la intermediación préstamo/depósito.

El área de banca al por mayor sí podría verse más afectada, ya que la aparición de unos mercados de valores más líquidos y profundos, como consecuencia de la desaparición de las monedas nacionales, y la existencia de una mayor demanda de títulos de empresas españolas por parte de inversores extranjeros al desaparecer el riesgo de cambio, impulsarán el proceso de desintermediación, fomentando la financiación directa de las empresas en los mercados financieros, en vez de acudir a la financiación de las entidades bancarias. No obstante, el escaso número de empresas con dimensiones suficientes como para salir directamente a los mercados y la participación de los grandes bancos en el accionariado de las grandes empresas españolas —lo que les permite recuperar parte de los ingresos perdidos actuando de agentes financieros de las mismas—, contribuirían a atenuar el impacto de este fenómeno.

Por otra parte, en los créditos concedidos a empresas, ni la red de oficinas ni el resto de barreras que dificultaban la entrada en el segmento de banca minorista tienen una influencia tan significativa, por tanto sería posible que la introducción del euro pueda hacer aumentar la competencia de entidades extranjeras, que estarían en condiciones de dar créditos financiados con la base de depósitos captados en su país sin incurrir en riesgo de cambio. No obstante, la cercanía y el mejor conocimiento de los mercados aún dan cierta ventaja a las entidades bancarias españolas a la hora de evaluar correctamente los riesgos de crédito, especialmente en el segmento de empresas más pequeñas, y en el caso de las empresas de mayor dimensión donde la evaluación del riesgo es más fácil, los márgenes actuales son ya muy reducidos, por lo que no existirían grandes incentivos para la entrada. Por todo ello, es previsible que de producirse un aumento de la competencia exterior en este área de negocio, éste fuera de proporciones limitadas.

El área de mercados y de banca de inversión será el segmento que se verá más afectado por la introducción del euro, ya que lo más probable es que, en mayor o menor medida, se produzca una concentración de la actividad en los mercados financieros con mayor volumen radicados en los grandes centros internacionales, por lo que es probable que se produzca una pérdida de negocio para las entidades españolas, ya que será difícil que consigan cuotas significativas en esos mercados dominados por los grandes bancos internacionales.

La actividad de las entidades españolas sería más activa en los mercados nacionales y, en especial, en los de renta variable, donde dadas las características de las empresas españolas, no parece muy probable que se produzcan grandes desplazamientos del negocio hacia el exterior.

En el caso de los mercados interbancarios, la situación será peculiar, pues la política monetaria única y la creación de eficaces sistemas de compensación de grandes pagos crearán un único mercado, si bien subdividido en mercados nacionales. En esas condiciones es previsible que el mercado se estructure en dos segmentos, uno formado por las entidades más grandes y con mayor volumen de actividad que actuarían como *big-players* a nivel europeo, y un segundo segmento formado por entidades que operarían básicamente a nivel nacional. En todo caso, la profundidad y liquidez del nuevo mercado interbancario tenderán a contraer los márgenes actuales. En este área de negocio también habrá que tener en cuenta los mayores costes de gestión derivados del paso de un sistema de compensación al final del día a un sistema en tiempo real, que exigirá un control de los saldos de tesorería mucho más minucioso.

Como se ha visto, la consecuencia principal del nuevo entorno competitivo de las entidades bancarias tras la introducción del euro, será un incremento generalizado de la competencia en todas sus áreas de negocio, lo que provocará caídas de los márgenes operativos de distinta intensidad según sea el segmento considerado. Este efecto vendría así a reforzar la presión a la baja de los márgenes provocada por el nuevo entorno macroeconómico, lo que contribuiría a favorecer el proceso de reducción de los niveles de rentabilidad de las entidades bancarias españolas iniciado hace algunos años.

Sin embargo, hay que resaltar que, en la actualidad, la situación de las entidades bancarias españolas es satisfactoria tanto en términos de rentabilidad como de solvencia, comparándose ventajosamente con los niveles de otros países (véase cuadro núm. 1), por lo que disponen aún de suficiente margen de maniobra para absorber los posibles efectos negativos derivados de la introducción del euro. No obstante, será necesario adoptar una serie de medidas estratégicas para garantizar que las entidades bancarias españolas sigan encontrándose en una situación ventajosa con respecto a sus competidores dentro de unos años, cuando se pongan de manifiesto los efectos positivos de la UME en la actividad bancaria. En el epígrafe siguiente se comentan brevemente estas estrategias.

V. ALTERNATIVAS ESTRATÉGICAS PARA AFRONTAR LA UME

Como se ha visto, la introducción del euro va a tener, al menos en los próximos años, un impacto

CUADRO NÚM. 1
RECURSOS PROPIOS Y RENTABILIDAD. AÑO 1995
(En porcentaje)

	<i>Sobre activos (a)</i>		<i>Rentabilidad (b)</i>	
	<i>Tramo 1</i>	<i>Total</i>	<i>Tramo 1</i>	<i>Total</i>
Estados Unidos	11,0	13,3	21,43	17,70
Reino Unido	6,9	11,2	27,88	17,27
Suecia	13,5	19,4	22,46	15,59
España	10,2	11,9	14,68	12,57
Portugal	12,4	11,3	11,42	12,53
Holanda	8,3	12,0	16,45	11,33
Bélgica	10,8	13,3	12,57	10,22
Suiza	9,6	10,5	7,94	7,27
Austria	9,9	13,2	8,62	6,46
Italia	10,3	12,3	5,85	4,89
Japón	5,1	9,5	- 4,89	- 2,61
Media simple	7,3	10,3	12,69	10,80

(a) Activos ponderados según riesgo.

(b) Cociente entre los resultados antes de impuestos y los recursos propios tramo 1 ó totales.

Fuente: OCDE (1997).

negativo para las entidades bancarias, ya que supondrá la necesidad de realizar unos gastos extraordinarios y al mismo tiempo contribuirá a reducir aún más sus márgenes operativos. En este contexto, y aunque las entidades bancarias españolas partan de una situación más favorable en cuanto a niveles de rentabilidad y solvencia que las de otros países europeos, se hace necesario el diseño de estrategias para evitar que el deterioro en los márgenes comprometa el futuro de algunas entidades bancarias.

Uno de los primeros frentes donde habrá que actuar para tratar de mantener los niveles de rentabilidad será en la contención de los gastos de explotación, continuando así el proceso iniciado hace algunos años (véase gráfico 3). Sin embargo, será preciso incrementar los esfuerzos de los últimos años, ya que pese a que a partir de 1991 en los bancos y de 1992-93 en las cajas de ahorros y cooperativas de crédito se produjera una aceleración en el proceso de reducción de costes de explotación, ésta aún resulta suficiente para compensar la reducción que se ha producido en el margen de las operaciones de préstamo/depósito en pesetas en los últimos años, con lo que si tomamos como variable aproximativa de la rentabilidad media de dicha actividad la diferencia existente entre el margen préstamo/depósito menos los costes de explotación medidos en porcentaje sobre total balance medio, observaremos que pese a los esfuerzos realizados en la contención de costes, la rentabilidad media de la actividad de préstamo/depósito ha seguido reduciéndose en los últimos años, si bien con menor intensidad.

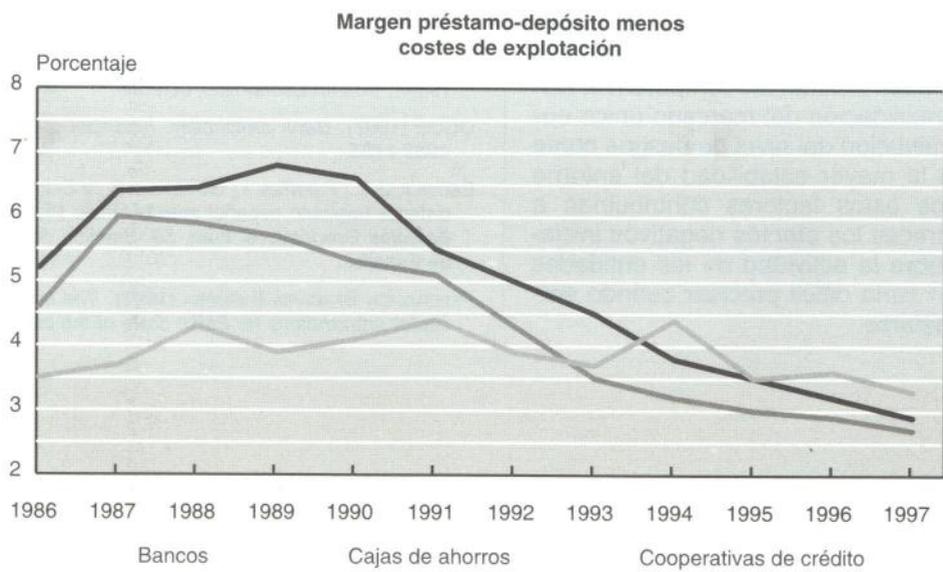
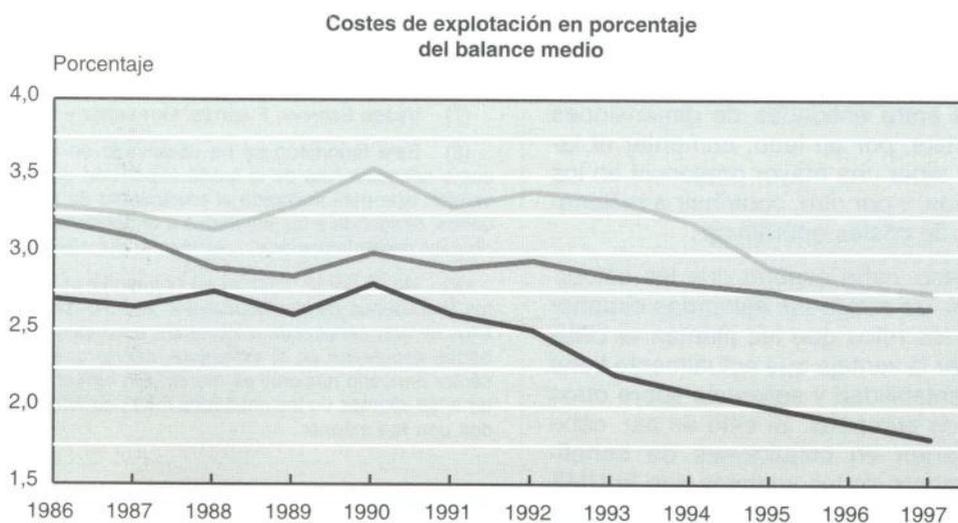
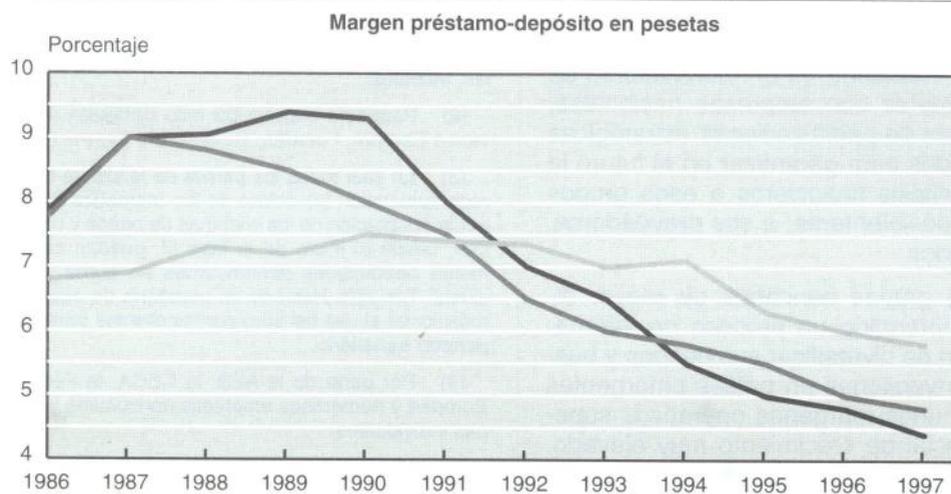
Habrà que desarrollar planes de redimensionamiento del sector, reduciendo el número de empleados y racionalizando al máximo las actuales redes

de oficinas buscando un mejor aprovechamiento de la red comercial. Para ello, será preciso analizar la clientela actual y especializar las oficinas por clientela o productos buscando la maximización de la rentabilidad de cada oficina. También podrá utilizarse la red para la distribución de otros productos no bancarios que ofrezcan buenas perspectivas de crecimiento. Otro aspecto fundamental será el desarrollo de instrumentos de contabilidad analítica adecuados para tener conocimiento de la rentabilidad por línea de productos y por oficinas, evitando los subsidios cruzados y el mantenimiento de productos u oficinas no rentables.

También podría plantearse la posibilidad de emprender procesos de fusiones estratégicas que contribuyan a reducir los costes de explotación y una intensificación de los acuerdos de colaboración entre entidades para prestar servicios conjuntos a través de las diversas asociaciones de entidades bancarias existentes. Esto podría ser especialmente importante para las entidades bancarias más pequeñas, ya que las permitiría optar por la estrategia mayoritaria de ofrecer una amplia gama de servicios en euros desde el 1 de enero de 1999, sin la necesidad de incurrir en costes excesivos.

Además de la reducción de los costes de explotación, las entidades bancarias españolas tienen a su disposición otras alternativas para reforzar su posición en el futuro mercado único europeo. Una de ellas, ya adoptada por algunas entidades, sería la de reforzar aquella parte del negocio más difícilmente atacable en la que partan en posición más ventajosa. En este sentido apuntan las agresivas estrategias de captación de clientela de algunas entidades en algunos segmentos del mercado mino-

GRÁFICO 3
MÁRGENES OPERATIVOS Y COSTES DE EXPLOTACIÓN



rista, en especial en el segmento de créditos hipotecarios, que constituye una vía muy eficaz para fidelizar a la clientela al establecer vínculos con el cliente a muy largo plazo.

Otra estrategia que también han emprendido algunas entidades, consistiría en el reforzamiento de los vínculos existentes con empresas nacionales, mediante la compra de participaciones estratégicas y firmas de acuerdos para garantizar en el futuro la prestación de servicios financieros a esos grupos empresariales y, posiblemente, a sus proveedores, clientes y empleados.

Por último, los grupos bancarios de mayor dimensión, han emprendido un proceso de internacionalización, a fin de diversificar sus riesgos y buscar, en algunas inversiones en países emergentes de Iberoamérica, unos márgenes operativos superiores y un potencial de crecimiento muy elevado. En este último caso, no conviene olvidar los elevados riesgos que supone el operar en un área donde la situación no está estabilizada y que está por lo tanto sujeta a cambios imprevistos en su situación.

Tampoco parece descartable en el futuro un proceso de fusiones entre entidades de dimensiones grandes que permita, por un lado, aumentar el tamaño para poder tener una mayor presencia en los mercados europeos, y por otro, contribuir a racionalizar la estructura de costes operativos.

En cualquier caso, cabe esperar que los esfuerzos realizados por las entidades bancarias españolas para afrontar los retos que les plantea la UME consigan mantener la ventaja que actualmente tiene en términos de rentabilidad y solvencia sobre otros sistemas bancarios europeos. Si esto es así, cabe esperar que estarían en condiciones de beneficiarse adecuadamente de las ventajas que la UME tendrá en un plazo más largo, que vendrán como consecuencia de la previsible expansión de la actividad financiera inducida por la reducción del precio de los servicios financieros, de la configuración del euro como divisa internacional en competencia con el dólar, de la consolidación del mercado único europeo y de la disminución del nivel de riesgos como consecuencia de la mayor estabilidad del entorno económico. Todos estos factores contribuirían a compensar con creces los efectos negativos iniciales de la UME sobre la actividad de las entidades bancarias, si bien sería difícil precisar cuándo empezarán a manifestarse.

NOTAS

(1) Pese a la eliminación del riesgo de cambio, aún existirían otras barreras que podrían dificultar la consolidación del mercado único como las diferencias normativas y fiscales, los diferentes usos bancarios de cada país, la distancia y la fidelización de la clientela, el desconocimiento de los distintos mercados nacionales, etcétera.

(2) Para una explicación más detallada de dichos factores véase ESCRIVÁ, FUENTES, GUTIÉRREZ y SASTRE (1997).

(3) En casi todos los países de la UE se ha optado por una redenominación inmediata de los mercados de deuda pública y por la adaptación de los sistemas de pagos y compensación para que, desde el inicio de la fase III, puedan canalizar indistintamente operaciones denominadas en euros y en moneda nacional. Tan sólo Holanda es partidaria de establecer algunas limitaciones al uso del euro por los clientes particulares durante el período transitorio.

(4) Por parte de la AEB, la CECA, la Federación Bancaria Europea y numerosas empresas consultoras y entidades bancarias individuales.

(5) Véase Banco de España (1995).

(6) Sin embargo, podría tener un mayor impacto sobre los ingresos obtenidos por sucursales de entidades bancarias extranjeras que en algunos casos alcanzan hasta un 0,42 por 100 del balance total medio (véase ESCRIVÁ, FUENTES, GUTIÉRREZ y SASTRE, 1997).

(7) Véase ESCRIVÁ, FUENTES, GUTIÉRREZ y SASTRE (1997).

(8) Este fenómeno se ha observado en los últimos meses como consecuencia de la fuerte expansión de los fondos de inversión que está limitando el crecimiento de los depósitos bancarios, obligando a las entidades a endeudarse en el interbancario para poder financiar el crecimiento del crédito.

(9) No obstante, cuando en el pasado se han producido estos fenómenos de deslocalización de depósitos, gran parte de ellos se han canalizado a través de sucursales o filiales de entidades españolas en el extranjero, con lo que su impacto en el sector bancario nacional es menor. Sin embargo, sí podría afectar a los clientes de las entidades más pequeñas que no cuentan con una red exterior.

BIBLIOGRAFÍA

AEB (1997), *Manual para la implantación operativa del euro*, Versión 2.

BANCO DE ESPAÑA (1995), «El mercado de divisas en España en 1995», *Boletín Económico*, octubre.

OCDE (1997), *Bank profitability. Financial statements of banks 1986-1995*.

ESCRIVÁ, J. L.; FUENTES, I.; GUTIÉRREZ F., y SASTRE, M. (1997), «El sistema bancario español ante la Unión Monetaria Europea», *Estudios Económicos*, núm. 59, Servicio de Estudios, Banco de España.

FEDERACIÓN BANCARIA EUROPEA (1997), *The commercial banking sector preparations for EMU: State of the play*.

LA ACTIVIDAD DE LAS CAJAS DE AHORROS ANTE LA MONEDA ÚNICA

José Antonio Olavarrieta

I. INTRODUCCIÓN

El inicio de la tercera fase de la unión económica y monetaria (UEM), el próximo 1 de enero de 1999, cuando, si todo marcha según esperamos, se creará la nueva moneda común europea, el euro, es un acontecimiento que tiene sin duda dimensiones históricas. Nunca antes se había producido un hecho de la magnitud que tiene la creación del euro, por el número de países involucrados y el peso económico que representan, y, nunca después, en el futuro, podrá repetirse un acontecimiento de estas características, al menos en las mismas circunstancias en que se produce la actual UEM, ya que, si en el futuro vuelve a crearse una moneda única en algún punto del planeta, los expertos que tengan que afrontar el problema, contarán con el antecedente de la unión monetaria europea de finales del siglo xx-principios del xxi.

Además de tener connotaciones históricas, la tercera fase de la UEM, aunque va a afectar sin duda a todos los órdenes de la vida, al ser la moneda la que cambia y eso tiene influencia sobre casi todo lo que hacemos, va a afectar de forma muy especial a las entidades financieras; podría decirse que van a tener un papel protagonista en el proceso de cambio, ya que, no olvidemos que lo que cambia es precisamente la materia prima con la que trabajan las entidades de depósito, dedicadas a custodiar y administrar el dinero de sus clientes. Aunque el hecho de que cambie la materia prima con la que trabajan las entidades financieras no significa, obviamente, que cambie la función de éstas, la cual seguirá siendo la misma: custodiar depósitos y financiar a sus clientes.

Por si fuera poco, dentro de las entidades financieras el protagonismo del cambio lo van a tener, sobre todo, aquéllas que tienen como clientes a los ahorradores individuales, a los clientes particulares y las familias, a las pequeñas y medianas empresas, es decir, las cajas de ahorros.

En definitiva, estamos ante un acontecimiento histórico en el que los protagonistas son las entida-

des financieras, y dentro de ellas van a ocupar un papel muy destacado las cajas de ahorros. Es lógico que, con estas premisas, en la Confederación Española de Cajas de Ahorros hayamos dado al tema casi más importancia que a ningún otro en los últimos años.

Así, cuando todavía ni siquiera la nueva moneda tenía el nombre de euro, antes de la Cumbre de Madrid de diciembre de 1995, la CECA constituyó en su seno el primer comité que debía iniciar en el sector los estudios sobre la influencia de la creación de la nueva moneda, que entonces todavía llamábamos ecu, en la actividad de las cajas de ahorros. Este comité, creado en marzo de 1995, presentó su primer trabajo en la Asamblea General de las Cajas de Ahorros Confederadas de junio de ese mismo año, donde se entregó una ponencia que trataba de transmitir la idea de que el cambio que se avecinaba tenía dimensiones históricas y era necesario afrontarlo con la debida anticipación para tener alguna garantía de éxito final. Más adelante, en ese mismo año, en octubre de 1995, se celebró la primera reunión de los coordinadores para el euro de las cajas, uno por cada una de ellas, que habían sido previamente nombrados por las propias cajas como enlaces con la Confederación para intercambiar información y experiencias de los estudios que se estaban haciendo sobre la incidencia práctica que podría tener en las cajas la creación de la nueva moneda.

Tras fijarse el calendario en la Cumbre de Madrid de diciembre de 1995, en 1996 se hace todavía más evidente que el proceso de construcción europea va adelante y por tanto se acrecienta la necesidad de llevar a cabo con la máxima urgencia los trabajos preparatorios necesarios en todas las entidades financieras. En la Confederación de Cajas, conscientes de la importancia del cambio y de la necesidad de impulsar los estudios necesarios, se crea una estructura permanente cuyo objetivo es doble: por un lado, organizar y preparar toda la actividad del sector en lo que se refiere a las tareas de análisis, conjunto de impactos e intercambio de experiencias e información, y, por otro, elaborar una guía práctica de implantación a la moneda única, que sirviera a

todas las cajas de ahorros como referencia a la hora de analizar sus problemas concretos de adaptación al euro.

Esta estructura permanente creada en el sector, está constituida por lo que podríamos denominar un «nuevo departamento», ubicado en la propia Confederación con el nombre de Secretaría Permanente para la Moneda Única, ocho comités especializados en estudiar, cada uno de ellos, aspectos concretos de la actividad de las cajas de ahorros, formados por los técnicos de las propias cajas en cada una de las materias, más los técnicos de la Confederación, más la red de coordinadores que enlazan la Secretaría Permanente con las distintas cajas y el propio Comité para la Moneda Única de CECA, constituido ahora por el Comité de Dirección ampliado por algunos especialistas invitados de forma específica. (Véanse los cuadros núms. 1 y 2 donde figuran los esquemas.)

Con esta estructura se empieza, en septiembre de 1996, la labor de preparar una colección de documentos que, con las aportaciones de los distintos miembros de los comités, pudiera servir de auténtica guía de implantación a las cajas, que la podrían utilizar como documento inicial para luego preparar en cada una de ellas los planes concretos de su adaptación particular.

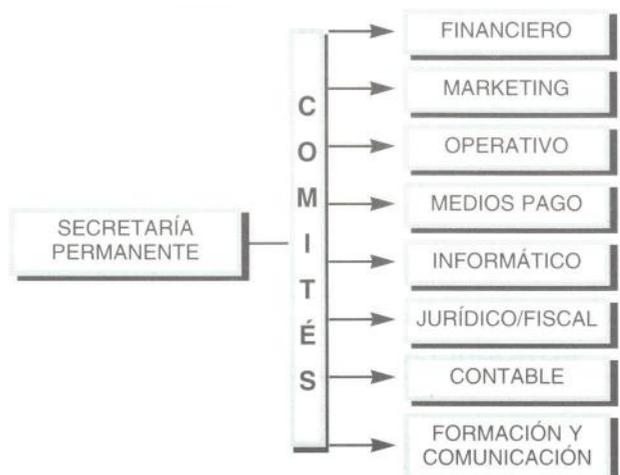
Este documento ha sido elaborado, durante casi un año, por los miembros de los ocho comités especializados creados al efecto, más los 16 grupos de apoyo que crearon estos comités para estudiar temas específicos, es decir 24 grupos de estudio constituidos en total de forma conjunta en el sector, compuestos por más de 300 personas, que han mantenido durante este tiempo 430 reuniones para intercambiar puntos de vista sobre cuál puede ser la incidencia del cambio en cada uno de los aspectos individuales a los que dedican su actividad las cajas de ahorros, y cuáles son las soluciones concretas que se pueden adoptar en las incidencias o impactos encontrados.

El resultado de este trabajo está constituido en la

**CUADRO NÚM. 1
ESTRUCTURA PERMANENTE**



**CUADRO NÚM. 2
ESTRUCTURA PERMANENTE**



«Guía de Implantación para la Moneda Única», que es el documento, casi habría que decir enciclopedia, que a lo largo de sus 3.740 páginas, recoge de forma pormenorizada los 11.500 impactos que los miembros de los grupos especializados han identificado que pueden, potencialmente, afectar a la actividad de las cajas, o al menos a una mayoría de ellas, y las distintas soluciones que, de forma alternativa, proponen los que han efectuado el análisis para los impactos detectados.

En el otoño de 1997, a menos de seis meses de que se hagan públicos los países que van a pasar a la tercera fase de la UEM, y a poco más de un año de que el euro empiece su andadura, si queremos referirnos a la incidencia del euro en el sistema financiero, resulta ineludible apoyarse en la Guía que se ha elaborado, y que sin duda constituye el documento más completo que se ha hecho hasta la fecha sobre los impactos concretos en la actividad cotidiana de las entidades financieras, y en este caso más en concreto en las cajas de ahorros. Además, es el único trabajo que existe en el sistema financiero que aborda la problemática del euro de forma coordinada entre 50 entidades distintas, aunque todas ellas pertenecientes al sector del ahorro.

II. LA GUÍA DE IMPLANTACIÓN DEL EURO DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS

Por eso, la parte central de este artículo, tras una introducción que no tiene otro objetivo que tratar de comentar cómo se ha gestado la Guía, va a estar dedicada a la labor, casi imposible, de extraer un voluminoso trabajo en unas pocas líneas donde se

destaquen los impactos prácticos más importantes que han detectado los distintos comités con cuyo estudio se ha confeccionado esta Guía. Obviamente, para que estas líneas sirvan para aportar información concreta del trabajo conjunto que han hecho las cajas y la Confederación, será inevitable bajar a un cierto detalle y referirnos en algunos casos a actividades más o menos singulares, aunque si se quisiera conocer en profundidad los 11.500 impactos y sus soluciones resultaría imprescindible acudir a la propia Guía, ya que aquí sólo se van a resaltar los impactos que se consideran más relevantes.

El trabajo «inicial» de la Secretaría Permanente fue segmentar la actividad cotidiana de las cajas en ocho grandes áreas especializadas que han sido estudiadas por comités distintos. Estas áreas, a cada una de las cuales corresponde un Comité, son:

— *Área financiera*, donde se han estudiado las actividades que realizan las cajas en contacto con los mercados financieros, más todo lo que respecta a la gestión global de los distintos epígrafes que componen el balance de una entidad financiera: remuneración del pasivo, política de préstamos, etcétera. Aquí se han incluido también, lo que algunos llaman productos de «desintermediación», que incluyen fondos de inversión y fondos de pensiones.

— *Área de marketing*, donde se estudian los problemas que plantea la moneda única de cara a la edición de folletos informativos a los clientes, tanto individuales como PYME fundamentalmente, la elaboración de los documentos que salen al público, la política de distribución de productos a través de la red de sucursales, acciones de promoción, etcétera.

— *Área operativa*, que compone todos aquellos departamentos de una caja de ahorros típica, que dan soporte, a modo de servicios centrales, a la actividad ordinaria de la caja, como el departamento de valores, el de extranjero, compensación, operaciones de activo y pasivo, etcétera.

— *Área de medios de pago*, que se ocupa de las tarjetas (de crédito, débito y monedero o inteligentes), de los cajeros automáticos y de los terminales punto de venta en los comercios (TPV,s).

— *Área tecnológica* o de informática, donde se recoge la actividad de los departamentos que se ocupan del tratamiento automatizado de la información.

— *Área jurídico-fiscal*, donde se tratan estos aspectos en relación con la operativa de la caja.

— *Área contable*, sobre cómo se registran las operaciones en los libros contables, y

— *Área de formación y comunicación*, donde se tiene en cuenta la política de formación del personal y la de relaciones con los medios de comunicación.

En cada una de estas áreas, que no responden a

ningún tipo de organización específica de una caja de ahorros, sino que son aquellas en las que se creyó conveniente segmentar la actividad a efectos metodológicos para que cada comité pudiera estudiar actividades relativamente homogéneas, se ha llegado a detallar de forma concreta los impactos que podrá sufrir la actividad de una caja de ahorros cualquiera con la llegada del euro. (Véase el cuadro número 3 donde se desglosa el número de impactos por áreas de actividad.)

Un breve resumen, en el que se trata de resaltar aquellos impactos de cada comité que son más importantes o quizá más genéricos, podría ser el siguiente:

1. Comité financiero

a) El primer impacto es que va a haber una unificación de los mercados de depósito interbancarios a nivel continental, al menos en todos aquellos países que entren en el euro, dado que los bancos centrales de estos países van a intervenir en el mercado únicamente en euros, y las cuentas que las entidades financieras mantienen con ellos van a ser convertidas a euros el 1 de enero de 1999. Esto supone un mercado más grande y más complejo al intervenir entidades de distintos países.

b) En segundo lugar, hay que destacar los importantes cambios que va a haber en la forma en que los bancos centrales intervienen en los mercados de dinero. Así, ya se sabe que va a existir un tipo mínimo o tipo de descuento por debajo del cual no se harán operaciones en el mercado, ya que el Banco de España pagará al menos este tipo a los saldos que mantengan las entidades en el propio Banco, y un tipo máximo o tipo Lombardo que constituiría una especie de préstamo de última instancia al cual pueden acudir las entidades que lo necesitan, y que marcará el nivel máximo de tipos que puede alcanzar el mercado. También se sabe que las subastas de inyección de fondos en el mercado van a ser semanales en vez de decenales, aunque

CUADRO NÚM. 3
IMPACTOS POR ÁREAS DE ACTIVIDAD

	Porcentaje sobre total
C. Financiero	23,85
G.A. M. Piedad	2,25
G.A. Valores	12,15
G.A. Extranjero	8,81
G.A. Relac. Admón.	3,49
C. Operativo	31,50
C. Tecnológico	0,24
C. Planificación y G.A. Contabilidad	0,32
Total	100,00

en ellas el Banco de España prestará fondos a catorce días en vez de a diez como ahora. Se conoce también la intención de que existan subastas mensuales de fondos a tres meses para complementar las inyecciones periódicas de liquidez. Todas estas subastas se harán bajo criterios del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) de forma descentralizada, es decir, que las inyecciones y drenajes de fondos se harán a través del banco central de cada país, con el que seguiremos teniendo una relación similar a como la tenemos ahora.

c) La adopción de los principios del informe de Lamfalussy, que obligan a que los pagos que se ordenan a través de cualquier sistema de pagos estén debidamente garantizados, va a dar lugar a la aparición del concepto de «liquidez intradía», ya que para que se ejecute una orden de pago que curse por ejemplo una caja de ahorros al Banco de España va a ser necesario tener suficiente saldo en cuenta en el momento en que el Banco de España vaya a efectuar el pago, y de igual manera que las entidades gestionan la liquidez de un día para otro cuadrando los importes que tienen en exceso y buscando en el mercado los que les faltan, puede aparecer la gestión de la liquidez de una hora para otra, o de un momento para otro, lo que hace necesario que los *back-office* dispongan de herramientas de control de las posiciones en tiempo real.

d) Los nuevos títulos públicos que se emitan con posterioridad al 1 de enero de 1999, van a emitirse en euros. Además, ya está decidido que en el primer día hábil de 1999, el 4 de enero, se va a producir una redenominación masiva de la deuda pública existente de pesetas a euros, lo que significa que todo el mercado de deuda pública, tanto el primario como el secundario, va a funcionar de forma exclusiva en euros a partir del nacimiento de la nueva moneda. Esto generará algún problema de ajuste con los clientes que, no olvidemos, seguirán trabajando en pesetas, la mayoría de ellos hasta el 2002.

e) El mercado español de deuda pública, aunque seguirá existiendo de forma más o menos independiente, cotizará indiciado al mercado europeo que sirva de referencia, o *benchmark*, probablemente el *bund* alemán, con lo que la volatilidad diferencial de nuestro mercado con relación a Alemania, es decir los famosos puntos básicos de diferencia que tienen nuestros bonos con relación al alemán, tenderá a estabilizarse en una pequeña cantidad, alrededor de 10 puntos básicos (0,10 por 100), que será finalmente la única diferencia que podría existir como consecuencia de la diferencia en la calidad del emisor o la liquidez en el mercado.

f) Se va a producir un auténtico *boom* de la Bolsa española, apoyada por un lado en tipos de interés más bajos (al unificarse los mercados de depósitos el tipo de interés será el mismo en toda Europa) y por otro lado en la ausencia de riesgo de cambio para los inversores del área del euro. (Este

boom de la Bolsa, en parte, se ha empezado ya a producir.)

g) En los mercados de divisas van a desaparecer muchas de las monedas líquidas que hoy existen. En concreto, en el *fixing* de la CECA, que es utilizado por la mayoría de las cajas de ahorros para liquidar sus operaciones con la clientela, pueden dejar de existir hasta 15 de las 24 monedas que ahora lo forman (14 del resto de países de la Unión Europea, más el ecu).

h) Surgirán nuevas monedas de países emergentes que van a sustituir en parte a algunas de las monedas que desaparecen. Este proceso se está produciendo ya de algún modo, por ejemplo la CECA ha incluido durante los últimos meses la corona checa, el dólar Hong Kong y el dólar Singapur en su *fixing*.

i) Fuerte impacto en la actividad de compra-venta de billetes extranjeros que realizan en la actualidad las entidades financieras, donde podrían desaparecer hasta cerca de un 70 por 100 de los billetes extranjeros que ahora mismo aportan en España los turistas.

j) Los mercados de futuros serán quizá los más afectados dentro de los que se ocupan de la contratación de productos derivados, debido a que los índices sobre los que se basan no existirán o quizá perderán su significado económico. Por ejemplo, el MIBOR pasará a ser sustituido de alguna manera por el futuro EURIBOR.

k) Se va a producir un fuerte aumento en la contratación, tanto por las entidades financieras como por la clientela, fundamentalmente de productos derivados (FRAs, *swaps*, futuros y opciones), y de productos estructurados, que mezclan productos subyacentes o básicos (como una compra-venta, un depósito, un bono) con productos derivados.

l) Los márgenes financieros se van a reducir (en gran parte lo han hecho ya) al mismo ritmo al que bajen los tipos de interés, y esto va a desencadenar un aumento de la competencia entre las entidades que buscarán la solución a sus problemas tratando de arañar cuota de mercado a sus competidores.

m) Será difícil mantener el nivel actual que tienen las comisiones de gestión de los fondos de inversión. En una época en la que los tipos de interés en el mercado se han dividido por dos e incluso por tres (hemos pasado de tipos de interés al 15 por 100 a tipos de interés en los alrededores del 5 por 100), las comisiones de gestión de los fondos de inversión es probable que sufran recortes de cierta consideración.

2. Comité de marketing

a) Uno de los primeros impactos en este campo se deriva del hecho de que las cajas tienen necesi-

dad de editar información para sus clientes de manera clara, sencilla y divulgativa sobre el proceso de cambio a la moneda única. Así, se perfila la necesidad de un folleto que, dotándole de las características de simplicidad aludidas, informe a la clientela individual sobre el alcance general del cambio al euro, y otro dirigido a las PYME que, a diferencia de la gran empresa, cuentan con menos medios para preparar el proceso de transición. De hecho, la Confederación de Cajas de Ahorros ha realizado una edición conjunta para todas las cajas de dos folletos, uno dirigido al público en general y otro encaminado a las PYME en los que se les informa de cómo es el proceso de cambio al euro.

b) La política de información a clientes se complementa con los datos concretos que se deben reflejar en la documentación que se les hace llegar. Por ejemplo, hay que estudiar si son necesarias informaciones adicionales, tales como nuevos folletos o documentos que se acompañarían a los extractos de cuenta. También es necesario definir el diseño de los nuevos extractos de cuenta. Precisamente, sobre este tema las recomendaciones concretas de los expertos son las siguientes:

1. Los movimientos deberán estar expresados, tanto internamente como en extractos, en la misma moneda en la que el cliente tiene denominada la cuenta.

2. Los importes de los movimientos deberán guardarse con la misma precisión legalmente admitida para esa moneda (número de decimales).

3. No se recomienda que figuren en el extracto los dos importes, en euros y en pesetas, de cada movimiento.

4. La información de moneda e importe originales de los movimientos, cuando la moneda en que se formuló la orden fuera diferente de la denominación de la cuenta, debe comunicarse al cliente para dar una mayor calidad de servicio.

c) Otro de los impactos que va a afectar a la actividad comercial o de marketing es la aparición de nuevos productos en el mercado, sobre todo nuevos productos financieros que mezclan los productos tradicionales con los derivados (productos estructurados a los que antes se hizo referencia). La novedad de estos productos hace necesario que la red de sucursales de las cajas aprenda a vender estos nuevos productos captando las nuevas necesidades de la clientela, lo que requiere no sólo cursos de formación sobre nuevos productos sino también sobre el marketing de cómo se venden estos productos.

d) Todo el proceso de cambio al euro va a ser una noticia constante durante bastantes años, lo que debe ser aprovechado por las cajas como protagonistas destacados del cambio, tal y como se vio en la introducción, para convertirse justamente en protagonistas destacados de las noticias que se van

generando en torno a los preparativos para la moneda única.

e) Las cajas de ahorros, que tienen 43,5 millones de cuentas de clientes, son claramente las entidades preferidas por los ahorradores particulares para mantener las cuentas corrientes o libretas familiares; por tanto, en buena medida, van a ser las entidades que soporten el grueso de las consultas de la clientela particular sobre la incidencia que va a tener el euro en sus cuentas, en sus nóminas, recibos, etc. Para atender estas peticiones de información, las cajas cuentan con una extensa red de oficinas repartidas por todo el país, más de 16.000, lo que les permite cubrir ampliamente todo el territorio nacional, a donde además suelen acudir los ahorradores particulares en busca de consejos e informaciones financieras de todo tipo, etc. Desde la Confederación se está animando a las cajas para que consideren el cambio al euro no como un coste en el sentido de que van a tener que dedicar el personal de ventanilla a mantener informada a la clientela durante algunos años, sino como la oportunidad indiscutible de convertirse en los mejores asesores de la clientela, capaces de dar la mejor información y con el trato más personalizado, lo que debe redundar en la posibilidad de captar nuevos clientes y, por supuesto, fidelizar a los actuales. En definitiva, se trata de que las cajas se conviertan voluntariamente en algo que va a ser inevitablemente «la ventanilla de la conversión al euro».

f) La labor de venta de nuevos productos a través de la red y la información de nuevas actividades por parte de las cajas a los clientes deben ejecutarse con la necesaria coordinación, para mantener la imagen de «marca» de la caja en toda su amplia red de sucursales.

g) Un último impacto en esta área, que requiere ser resaltado, es el relativo a todo el tema de las ayudas y subvenciones comunitarias que existen ya, y se van a ir desarrollando, para financiar los procesos de difusión del euro. Aprovechar estas ayudas tanto para financiar los proyectos propios como para informar debidamente a nuestros clientes es una de las nuevas tareas que es necesario realizar con la llegada de la moneda única.

3. Comité operativo

Dependientes del Comité operativo se formaron numerosos grupos de trabajo especializados, ya que en este comité se incluye de alguna manera toda la labor que realizan los servicios centrales de las cajas como soporte a la actividad diaria de las sucursales con la clientela. Es decir, se incluyen departamentos tales como: valores, extranjero, cuentas corrientes, operaciones de activo, de pasivo, etcétera.

Con la intención de mejorar la claridad expositiva, en este apartado se han querido destacar aquellos

departamentos cuya actividad podría verse afectada de forma más clara por la llegada del euro, como son: valores y extranjero, aunque esto no quiere decir que no haya incidencias importantes sobre otros departamentos, a los que no se hace referencia expresa para evitar alargar en exceso el contenido de este artículo. Así que, ciñéndonos a los dos departamentos citados, las incidencias, empezando por *valores*, pueden ser:

a) Independientemente de que el valor nominal de las acciones sea redenominado de pesetas a euros o siga estando en pesetas (que es lo más probable hasta que se produzca una junta de accionistas que apruebe el cambio), a partir del 1 de enero de 1999 la cotización, contratación y liquidación de los títulos en todas las bolsas españolas será en euros.

b) Las nuevas emisiones, tanto de renta fija como de renta variable, de todos los emisores se harán en euros a partir del 1 de enero de 1999, lo que va a dar lugar a un mercado de capitales dual durante el período transitorio, ya que en el caso de la renta fija privada no va a haber una redenominación masiva de los títulos que estén vivos en pesetas, porque sería necesario convocar las juntas de obligacionistas y esto tiene un coste demasiado elevado para que se haga con carácter general. De ahí que lo más probable es que los títulos antiguos en pesetas se dejen como están hasta su vencimiento, salvo que ya se hayan emitido con la cláusula de que cambian a euros en el momento de la transformación a la moneda única. (En cualquier caso, sobre la redenominación masiva de la renta fija privada no hay aún una opinión definitiva al ser un tema que todavía está en estudio.)

c) La operativa con clientes va a registrar una cierta dualidad también durante el período transitorio (1999-2002), ya que los clientes seguirán trabajando en pesetas, mientras que los mercados lo harán de forma mayoritaria en euros, lo que dará lugar a desajustes operativos que habrá que tener debidamente controlados para evitar confusiones.

En lo que se refiere a los departamentos de *extranjero* o *internacionales* cabe destacar:

a) La pérdida de ingresos por comisiones de cambio y también de una parte de la operativa actual. Por ejemplo, desaparecerán los seguros de cambio en monedas comunitarias. También desaparecen las financiaciones o préstamos en otras divisas del área del euro.

b) El traslado de parte de la actividad que se considera internacional a los departamentos donde se atiende a los clientes domésticos. Por ejemplo, la emisión de cheques en marcos, que ahora realizan los departamentos de extranjero, se sustituirá por la emisión de cheques bancarios en euros que, con independencia de que el beneficiario sea no residente, serán elaborados por el mismo departamento que emita los demás cheques en euros.

c) Las cuentas de corresponsalía que se mantienen con distintos bancos de los países del área del euro, y que se utilizan en buena medida para canalizar pagos y cobros, se transformarán, y esto obligará a replantearse de forma conjunta la composición de la red de corresponsales exteriores.

d) Toda esta disminución de la actividad se va a ver compensada, al menos parcialmente, por un aumento del tráfico de mercancías de España con el resto del mundo, ya que de alguna manera pasaremos a formar parte de una área económica más amplia que además tiene ya establecida una reputación comercial en el mundo, y esto debe repercutir en una mayor actividad exterior de nuestro país.

Con relación a este tema, los especialistas recomiendan que se mantenga de forma diferenciada la actividad doméstica, es decir con clientes residentes, de la actividad internacional, es decir con clientes no residentes, porque aunque la moneda sea la misma los no residentes del área del euro seguirán teniendo sus peculiaridades: hablando idiomas distintos, tendrán instrumentos de pago diferentes, otras costumbres, otra normativa legal, etcétera.

4. Comité de medios de pago

Por lo que se refiere a los medios de pago, como tarjetas (de crédito, de débito y monedero o inteligentes), cajeros y terminales de puntos de venta, cabría destacar lo siguiente:

a) El lanzamiento del monedero electrónico (Euro 6000) va a ayudar en buena medida a todo el proceso de cambio, primero porque sustituye al efectivo y esto, evidentemente, facilita el cambio, y en segundo lugar porque el Euro 6000, a diferencia de algún otro monedero que exista en el mercado, ya nace con la posibilidad de trabajar indistintamente en euros o en pesetas.

b) Los cajeros automáticos deben adaptarse a la nueva moneda (cajetines, recibos, etc.); sin embargo, se recomienda que no existan cajeros que expidan las dos monedas a la vez, euros y pesetas, sino que haya cajeros que expidan sólo euros y cajeros que expidan sólo pesetas, aunque estas últimas tiendan a desaparecer muy rápidamente a partir de enero del 2002.

c) Los terminales de punto de venta, es decir aquellos que existen en los comercios para poder hacer el pago con tarjetas, deben ser adaptados para admitir el pago de forma indistinta en euros y en pesetas durante todo el período transitorio.

d) Globalmente, se puede decir que las mayores adaptaciones que hay que hacer recaen en los programas informáticos que gestionan la operativa con tarjetas y cajeros, ya que, aunque los cajeros hay que ajustarlos físicamente, los millones de tarjetas que hay en circulación no necesitarán ningún cambio físico.

5. Comité de informática

Continuando con el repaso a los distintos comités que se han formado para analizar los impactos de la llegada de la moneda única, corresponde ahora el turno al Comité de informática o, si se quiere denominar de una forma más amplia y genérica, Comité de tecnología:

a) Se detecta la necesidad de elaborar un censo completo de las aplicaciones o *software*, que están siendo utilizadas en la actualidad por los distintos departamentos de cada caja de ahorros con objeto de ver cuáles de estos programas necesitan ser adaptados.

b) En general, parecen preferibles las aplicaciones bidivisa a las multidivisa, ya que, aunque éstas tienen superiores prestaciones, su coste no justifica las mejoras que se obtienen con ellas, aunque probablemente habrá casos particulares en que lo dicho anteriormente no sea válido.

c) Es imprescindible conservar en un archivo el importe original y la moneda origen de la operación ya que, si fuera necesario retrocederla, el problema del redondeo hace que la conversión de pesetas a euros y nuevamente a pesetas no dé importes exactos. A esto los técnicos lo llaman el «problema de no reversibilidad de los cambios». Así, mientras las conversiones de euros a pesetas son reversibles sin dar lugar a error, las conversiones de pesetas a euros no lo son, ya que el proceso pierde definición definitivamente en su primer paso (cuando los euros se vuelven a convertir en pesetas).

d) El curioso problema que representa el redondeo hace aconsejable evitar que se efectúen en lo posible conversiones innecesarias; es decir, en una suma es mejor convertir el total antes que convertir cada uno de los sumandos y luego efectuar la suma (en este segundo caso el error por redondeo tiende a ser mayor).

Sobre este tema, los expertos han definido el concepto de «no neutralidad del cambio», que dice que: una vez que se ha fijado el cambio pesetas/euro que ha de utilizarse durante todo el proceso de conversión, el propio proceso de conversión de pesetas a euros, o de euros a pesetas produce, por los redondeos, errores que estadísticamente no se compensan sino que van sistemáticamente a favor de alguna de las partes.

Las conclusiones obtenidas son las siguientes:

— Para los cambios con 1, 2 ó 3 decimales significativos el proceso es neutral.

— Para los cambios enteros no múltiplos de 8 el proceso es neutral.

— Para los cambios enteros 152,00, 168,00 y 176,00, se obtiene un error promedio de 0,02 pesetas por cada conversión. Es decir, si el cambio fuera uno de los anteriores y la caja convirtiera los saldos

de un millón de cuentas de clientes de pasivo perdería 20.000 pesetas en total.

— Para el cambio de 160 pesetas por euro, el error es de 0,1 pesetas por conversión. En la misma hipótesis anterior, la conversión de un millón de cuentas le costaría a la caja 100.000 pesetas.

— El error promedio tiene siempre el sentido de aumentar las cantidades que se convierten.

e) La mejor forma de afrontar el problema de la reaparición de decimales es quizá incorporarlos en la definición de las características de la moneda que se trate. Es decir, por ejemplo, la peseta es una moneda que se define sin decimales mientras que el euro se define como moneda con dos decimales.

6. Comité jurídico-fiscal

Empezando por el Comité jurídico, cabe destacar:

a) La legislación comunitaria ya tiene prevista la emisión de normas que garanticen la continuidad de los contratos (una de ellas se ha emitido ya tras la Cumbre de Amsterdam), por lo que en toda la operativa en la que intervienen residentes comunitarios no debe haber ningún problema.

b) Para operaciones con terceros países, y en evitación de que pudiera producirse algún tipo de problema, bastante improbable por otro lado, se recomienda incluir cláusulas en los contratos que prevean el cambio.

c) Por último, y con el fin de facilitar todo el procedimiento de cambio de efectivo en los últimos seis meses (enero-junio del 2002), se va a solicitar a las autoridades económicas que se suavice la actual normativa sobre blanqueo de dinero, bien elevando el tope actual de las 500.000 pesetas bien haciendo algún tipo de excepción.

En el Comité fiscal las principales conclusiones hacen referencia a los siguientes puntos:

a) La Administración ha decidido hacer el cambio de golpe a finales del 2001 o principios del 2002, con lo que Hacienda haría su *big bang* tributario para los contribuyentes al final del período transitorio, funcionando entretanto básicamente en pesetas.

b) Aunque se recomienda que haya una armonización fiscal en toda la «zona euro» para que los distintos tipos impositivos no causen distorsiones en los mercados financieros, lo cierto es que el principio de autonomía fiscal se mantiene para cada Estado, y esto no es un obstáculo insalvable para que la nueva moneda funcione perfectamente en el mercado.

c) Con el fin de suavizar el impacto del cambio al euro en las cuentas de resultados de las entida-

des financieras, se solicita para las cajas de ahorros que los gastos del euro sean amortizables durante un período de cinco años.

7. Comité contable

Los temas que han recibido una atención prioritaria dentro de este Comité, son:

a) La necesidad de crear cuentas que recojan las diferencias por redondeo que se van a producir de forma inevitable.

b) La constatación de que, debido precisamente al problema del redondeo, la vuelta atrás de determinadas operaciones puede dar importes distintos a los originales, de ahí que sea necesario guardar en registros contables los importes originales.

c) La adaptación que se va a requerir para facilitar las nuevas estadísticas de la Unión Europea, en la que ya no habrá sólo una distinción por la moneda y el país de origen de la transacción sino que se distinguirá también si proviene de la «zona euro» o no.

d) La elección entre sistemas contables —monodivisa, bdivisa y multidivisa—, deberá tener en cuenta el departamento del que se trate y la relación coste/prestaciones de cada uno de los sistemas.

8. Comité de formación-comunicación

Por último, para terminar con este exhaustivo repaso a la problemática concreta que puede surgir en cualquier caja de ahorros, basten unas líneas para resaltar los impactos más importantes de los departamentos de formación y comunicación externa que, aunque en la práctica están perfectamente diferenciados, se han unido aquí por razones metodológicas en un solo comité:

a) Se constata la necesidad de iniciar sin mayor demora las labores de formación interna en todas las entidades financieras.

b) Esta formación debe llegar a todos los empleados, no sólo directivos, ya que al final todos los empleados van a verse involucrados en el proceso de cambio de una u otra forma.

c) Es preciso referirse, nuevamente, al hecho de que las cajas van a convertirse, independientemente de si quieren o no, en las auténticas «ventanillas de la conversión», por lo que, en realidad, habría que ver este pretendido problema como una oportunidad magnífica de prestar el mejor servicio posible a los clientes.

d) Todo el trabajo de análisis que se está haciendo, es decir todo el esfuerzo que está realizando el sector del ahorro para encontrar solucio-

nes a los problemas del euro, debe ser aprovechado para traducirlo en una mayor presencia activa de las entidades de ahorro en los medios de comunicación.

III. CONCLUSIONES

Todo lo hasta aquí expuesto, donde se han ido desgranando comité por comité a modo de extracto los principales impactos detectados por los especialistas en cada área de actividad en que se ha dividido la tarea que realizan las cajas de ahorros, tiene un enfoque fundamentalmente práctico, ya que se trata, en definitiva, de intentar resumir, en unas pocas páginas, toda la «Guía de Implantación para la Moneda Única», a utilizar por las propias cajas como una especie de libro de consulta para efectuar las adaptaciones que necesiten de cara a la moneda única. (Véase cuadro núm. 4 donde se clasifican los impactos en función de a qué tipo de actividad afectan.)

Sin embargo, aunque todo lo anterior son ya conclusiones del macrotrabajo realizado por las cajas y su Confederación, aún se podría destacar aquellos aspectos que van a tener una incidencia más decisiva en la actividad de las cajas en los próximos años debido a la aparición de la moneda única. En este sentido, y con una visión todavía más global de la usada hasta ahora, se podrían señalar las siguientes conclusiones:

1) El proceso de cambio va a traer aparejada una *disminución de las comisiones* de las cajas, bien por diferencias de cambio en las compraventas de divisas y billetes extranjeros bien por las comisiones por transferencias transfronterizas a otros países de la «zona euro». Sin embargo, esta dismi-

CUADRO NÚM. 4
IMPACTOS POR TIPOS DE IMPACTO

	<i>Porcentaje sobre total</i>
A Documentos	11,42
B Mercados	4,98
C Precio	1,93
D Operativa Departamental	10,12
E Sist. Comp. y Liquid.	4,38
F Supervisión	2,67
G Tarifas	2,57
H-I Informática dist. y corp.	33,21
J Jurídico	3,13
K Fiscal	1,85
L Contabilidad	6,20
M Estadística	4,36
N Auditoría	1,37
O Información a clientes	3,88
P Formación	7,93
Total	100,00

nución se va a ver positivamente compensada por la aparición de *nuevos productos* que van a permitir recuperar los ingresos perdidos, además de que se va a aumentar la utilización de algunos servicios que prestan las cajas que todavía no han alcanzado todo su desarrollo, como son las tarjetas de débito *utilizadas a nivel continental en toda Europa* y la tarjeta monedero que está empezando a implantarse.

2) Al crearse una zona bancaria más amplia, ya que muchos bancos de hasta quince países diferentes pueden trabajar a partir de un momento dado con la misma moneda, se va a producir un aumento de la *competitividad con el sector bancario europeo*. No obstante, este aumento de la competencia entre entidades se va a ver compensado por la aparición de *nuevos negocios emergentes*, como se puede ver claramente en la actividad en divisas extranjeras, en la que aparecerán nuevos mercados y nuevas monedas. Además, al mismo tiempo, se va a producir un incremento general de la actividad económica en nuestro país con el resto del mundo, por el mero hecho de pertenecer ahora a un nuevo grupo de países, el grupo que utiliza el euro como moneda, que venderá sus productos en el extranjero con un *made in Europe*, que tiene ya establecido un elevado prestigio en el mundo.

3) El descenso de los tipos de interés, que se produce, fundamentalmente, porque gracias a haber seguido el plan de convergencia desaparecen muchos desequilibrios tradicionales de nuestra economía, pero también porque desaparecerá el riesgo de cambio que siempre ha representado nuestra moneda, se va a traducir, y de hecho ya lo está haciendo, en un inevitable *estrechamiento de márgenes* que, nuevamente, incidirá de forma negativa en los ingresos de la actividad típica de las cajas de ahorros; aun así, este descenso debe verse compensado por otro de los fenómenos positivos que trae la moneda única, como es la *ampliación de mercados* que se produce como consecuencia de la desaparición de las barreras económicas motivadas por la existencia de las distintas divisas en cada país europeo, con sus riesgos y fluctuaciones.

4) La tradicional apuesta de las cajas de ahorros por el sector de la clientela individual y las PYME, va a suponer una mayor demanda de información que se va a traducir de alguna manera en un *mayor nivel de exigencia por parte de los clientes*; esto, sin embargo, no debe ser visto como una amenaza para las cajas, ni tampoco como un incremento de coste por el hecho de que en gran parte las nuevas exigencias se van a centrar, al menos inicialmente, en una mayor demanda de información; más bien hay que verlo como una oportunidad *única de fidelización de nuestra clientela* que va a verse obligada a pasar por nuestras ventanillas para demandar mayor información y nuevos servicios.

5) Todo el proceso de transformación al euro va a tener, está teniendo ya sin duda, unos evidentes *costes de transformación*, tanto por los análisis y estudios preliminares que hay que afrontar para estudiar los impactos y buscar soluciones como por los trabajos de adaptación que van a ser necesarios en sí. No obstante, esto puede y debe tener también una lectura positiva, que no es otra que considerar el cambio al euro como una magnífica oportunidad para emprender un proceso de *renovación tecnológica* a todos los niveles (nuevos impresos, nuevos programas informáticos, incluso nuevos procedimientos), situándonos en una posición competitiva de cara al inicio del siglo XXI.

6) Por último, cabría destacar como incidencia global el hecho de que todo el proceso de transformación al euro va a suponer a las cajas de ahorros la necesidad de efectuar *fuertes inversiones en formación*, ya que no puede concebirse hoy en día que se afronte un cambio de esta magnitud sin dotar al personal de los conocimientos necesarios para afrontar el proceso de cambio con garantías de éxito. Sin embargo, nuevamente mirando el lado positivo que todo cambio trae consigo, habría que destacar la magnífica oportunidad que se nos presenta para efectuar una auténtica *potenciación de los recursos humanos*, permitiendo situarnos en una posición más competitiva en el nuevo mercado financiero que se nos avecina y en el que es necesario reforzar tanto el capital físico como el más importante: el capital humano.

En definitiva, la conclusión final sería que es un error considerar la aparición de la moneda única como una amenaza para las entidades financieras o, más en concreto, para las cajas de ahorros. Hay que verla como una auténtica *oportunidad* de abrirse a nuevos mercados, negociar nuevos productos, renovar nuestro capital, tanto humano como tecnológico y, sobre todo, constituye lo que podríamos llamar el sueño de toda empresa que se dedica a la prestación de servicios, como es que sus clientes le necesiten y tengan que pasar de forma obligatoria por su «tienda» en demanda de nueva información y nuevos servicios. Además, también constituye una oportunidad única de revisión a fondo de toda la organización que vaya más allá de una mera adaptación, plasmándose en un plan estratégico sobre el negocio.

Con todo ello, las cajas de ahorros junto con el resto de entidades financieras y el amplio espectro del tejido empresarial que conforma el mercado español, conseguirán los niveles necesarios de modernización y eficiencia que permitan a nuestro país integrarse en el proceso de la moneda única, desde el principio de la implantación de la misma, ocupando el lugar que le corresponde dentro de la conformación de esta nueva Europa.

LA INTRODUCCIÓN DEL EURO EN LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Mariano Rabadán Forniés

La Unión Monetaria Europea es el proyecto más importante a nivel mundial de integración monetaria, y va a crear tanto la segunda gran área de intercambio comercial, tras Estados Unidos, como la segunda gran moneda de referencia mundial, tras el dólar estadounidense.

Para España constituye una oportunidad histórica incorporarse a una zona económica de la que ya forma parte, pero al máximo nivel y dentro del núcleo de los países con mayor peso de la Unión Europea, a los que exporta y de los que importa un elevado porcentaje de sus productos (el 68 por 100 de las exportaciones se efectúan a países de la Unión Europea, mientras que el 67 por 100 de las importaciones provienen de estos países) y con los que mantiene, desde siempre, vínculos económicos, especialmente desde la integración en 1986 en la Comunidad Europea.

Esta integración constituye, por tanto, una gran oportunidad pero también un gran reto, derivado de los importantes cambios que se van a producir con dicho motivo.

Por lo que afecta a las Instituciones de Inversión Colectiva, España ocupa una situación privilegiada, que le ubica en el *cuarto* lugar de los países de Europa, después de Francia, Luxemburgo y Reino Unido, y en el *séptimo* lugar del mundo, detrás de Estados Unidos, Japón, Canadá y los tres países europeos mencionados.

Existen en Europa cerca de 15.500 fondos de inversión, con un volumen de activos que supera los 1,6 billones de ecus (equivalente a 268 billones de pesetas). En España existen cerca de 1.400 fondos de inversión, con un volumen de activos del orden de 26 billones de pesetas y un número de partícipes que supera los 6 millones.

El mayor reto al que tienen que hacer frente las Instituciones de Inversión Colectiva es el nuevo entorno competitivo en el que se van a mover, ya que, desde el punto de vista jurídico, la vigente Directiva comunitaria de 1985 está totalmente incorporada a nuestra legislación. También el régimen fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva guarda grandes similitudes con el de las homólogas europeas.

Los principales cambios que se puedan esperar en este entorno competitivo son los siguientes:

— *Liberalización*: plena y real de los mercados de capitales, en el ámbito de la unión económica y monetaria.

— *Internacionalización*: eliminación de una importante barrera a las transacciones económicas y a la movilidad de los inversores.

— *Potenciación* de los mercados de renta fija y variable a nivel de la unión económica y monetaria.

— *Cambio de actitudes y de prácticas*: además de eliminar la volatilidad de los tipos de cambio, se producirá un desarrollo económico más estable y duradero, con tipos de interés históricamente bajos para la experiencia española y consiguiente potenciación de la inversión en acciones (mercados bursátiles).

— *Dimensión*: las entidades de menor tamaño soportarán mayores costes por la transición a la moneda única y un reducido tamaño puede llegar a convertirse, ante el nuevo entorno competitivo, en un factor negativo.

— *Recursos humanos*: importante esfuerzo de formación.

— *Control y gestión de riesgos*: más reducidos, pero no por ello menos relevantes.

Con la hipótesis de la prácticamente segura incorporación de España a la unión monetaria europea el 1 de enero de 1999, la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones (INVERCO), consciente del impacto que el proceso de moneda única supondrá tanto para las Instituciones de Inversión Colectiva como para los planes y fondos de pensiones —y por lo tanto para los partícipes y beneficiarios— y las entidades o sociedades gestoras de fondos, decidió, en el mes de diciembre de 1996, crear un Comité que analizara profundamente esta cuestión.

Dado que los efectos de la moneda única son múltiples y afectan a muy diversas áreas de estos sectores, se crearon tres grupos de trabajo integra-

dos por miembros de las gestoras cuyas instituciones están asociadas a INVERCO. Los tres grupos se ocuparon de los siguientes temas:

— *Aspectos operativos*: se ha estudiado la cotización y llevanza de la contabilidad en euros, las suscripciones y reembolsos (Instituciones de Inversión Colectiva) o aportaciones y movilizaciones de derechos consolidados, pago de prestaciones (planes y fondos de pensiones), incidencia en depositarios y en supervisores, así como la información a partícipes.

— *Aspectos jurídicos*: se han analizado las modificaciones que serían necesarias introducir en la legislación de Instituciones de Inversión Colectiva y planes y fondos de pensiones.

— *Aspectos económico-financieros*: se ha analizado la incidencia en los mercados financieros, en las entidades o sociedades gestoras, en los comercializadores, en las propias instituciones (Instituciones de Inversión Colectiva y planes y fondos de pensiones) y en los índices.

Los objetivos básicos de los tres grupos han sido los siguientes:

- Identificar dentro de cada área los aspectos más significativos.
- Servir de orientación a las entidades o sociedades gestoras cuyas Instituciones son asociadas a INVERCO.
- Elaborar recomendaciones a asociados y supervisores.

Las conclusiones más importantes a las que llegaron estos grupos de trabajo fueron las siguientes:

1. Comité operativo

• *Contabilidad*: el 1 de enero de 1999, todas las Instituciones de Inversión Colectiva y Planes y Fondos de Pensiones, 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.

• *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.

• *Suscripciones-aportaciones y reembolsos-movilización de derechos, pago de prestaciones*: como el valor liquidativo o de unidad de cuenta se esta-

blecerá en euros desde el 1 de enero de 1999, cualquier partícipe, accionista o beneficiario 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-aportaciones). A su vez, la Institución hará las transferencias en euros (reembolsos, movilización de derechos, pago de prestaciones), correspondiendo al depositario efectuar las conversiones, en su caso, necesarias.

• *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.

• *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.

• *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 mobiliaria, 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.

• *Información a partícipes, accionistas y beneficiarios*: 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.

• *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-aportación y reembolso-movilización-pago de prestación de participaciones o acciones, y, en segundo lugar, la de liquidación de operaciones de valores.

- *Necesidad de normas*: se considera necesario que todas las cuestiones fundamentales que afecten a las Instituciones de Inversión Colectiva y a los planes y fondos de pensiones, como consecuencia de la transición a la moneda única, vengan definidas o apoyadas por los organismos supervisores, vía Orden Ministerial o Circular.

- *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.

2. Comité jurídico

Ha propuesto las modificaciones que serían necesarias introducir en la legislación de Instituciones de Inversión Colectiva y planes y fondos de pensiones, que sería prolijo exponer, partiendo siempre en el área privada del respeto de los contratos que regulan las relaciones entre los partícipes, las sociedades gestoras y las entidades depositarias.

3. Comité económico-financiero

- *Mantenimiento de los mercados «nacionales»*: algunas plazas financieras van a perder protagonismo e, incluso, su viabilidad económica va a quedar en entredicho, en beneficio de mercados más líquidos, más eficientes, y por tanto más baratos en términos de costes de transacción para los inversores, sobre todo los institucionales.

- *Mercados de renta fija*: los mercados de renta fija en euros van a experimentar un crecimiento rápido e intenso desde el primer momento del período transitorio, tanto los de deuda pública como los de renta fija privada. Sin embargo, los mercados de renta fija «nacionales» se mantendrán, al menos durante el período transitorio, aunque irán perdiendo peso a medida que se vayan redenominando las emisiones.

La redenominación de los valores existentes va a plantear problemas de redondeo, además de numerosos gastos (cambios de escritura de emisión, gastos registrales, etcétera).

- *Mercados de renta variable*: en los mercados bursátiles se va a producir una más lenta «europeización» que en los mercados de renta fija.

Tanto la contratación como la liquidación, como la

publicación en los boletines, la cotización se hará en euros desde el 4 de enero de 1999, con independencia de si el valor nominal de las acciones ha sido redenominado o no.

La redenominación de los valores existentes va a plantear problemas de redondeo y de modificaciones estatutarias, además de numerosos gastos (cambios de escritura de emisión, gastos registrales, etcétera).

- *Mercados de productos derivados*: el desarrollo de los mercados de derivados vendrá relacionado con el que experimenten los respectivos mercados primarios.

Al igual que en los mercados subyacentes, la liquidez acabará concentrándose en un contrato de referencia, que será el más líquido y por lo tanto el más barato, mientras los contratos «nacionales» menores cubrirán el riesgo-país.

- *Sociedades o entidades gestoras*: se van a enfrentar a un mercado expandido, más abierto a la competencia internacional, pero con barreras que, al menos durante un tiempo, subsistirán. Por ello, tendrán que modificar su estrategia de *marketing* y adaptar sensiblemente la gestión financiera.

- *Comercializadores*: la comercialización de las instituciones en España está basada principalmente en las redes de oficinas de las entidades financieras, en número superior a 37.000 en la actualidad. Los comercializadores tendrán que enfrentarse a una serie de modificaciones respecto a la situación actual.

- *Instituciones*: todas las instituciones (monetarias, de renta fija doméstica, de divisas, de renta variable doméstica) van a ver modificadas las condiciones actuales de los mercados, como consecuencia de la transición a la unión monetaria europea.

Tanto las clasificaciones como las estadísticas elaboradas sufrirán, en mayor o menor medida, modificaciones.

- *Recomendaciones a supervisores*: se recomienda una aceleración del desarrollo normativo, antes del 1 de enero de 1999, que equipare a las instituciones españolas con sus homólogas europeas.

- *Continuidad de los índices*: los índices elaborados en la actualidad van a verse afectados con la moneda única y alguno de ellos desaparecerá. Deberían preverse índices paneuropeos así como la neutralidad en las series históricas.

EL IMPACTO DE LA UNIÓN MONETARIA EUROPEA SOBRE LAS ESTRATEGIAS DE BANCOS Y CAJAS DE AHORROS DE LA UNIÓN EUROPEA (*)

Edward P. M. Gardener
Phil Molyneux
Jonathan Williams

I. INTRODUCCIÓN

Aunque el calendario para la puesta en vigor de la unión monetaria europea (UME) está decidido desde hace tiempo, no existe acuerdo respecto a su forma exacta ni a sus probables consecuencias y tampoco la opinión pública las comprende plenamente. Lo que está claro es que la UME y la moneda única entrarán en vigor se esté o no preparado para ello. En este entorno, los directivos de la banca de la Unión Europea (UE) están cada vez más preocupados por el posible impacto de la UME sobre sus actividades y por las estrategias a adoptar para hacer frente a los posibles peligros y oportunidades que el euro supondrá.

En los últimos tiempos se está publicando un gran número de trabajos sobre el posible impacto de la moneda única sobre el negocio bancario y financiero en la UE. Hasta hace poco, la mayoría de esas investigaciones tendían a dirigir su atención bien a los aspectos prácticos de los cambios en los sistemas bancarios necesarios para ajustarse al euro, bien al impacto de la UME sobre los mercados europeos de bonos y financieros en general. Sin embargo, es comparativamente escasa la literatura publicada sobre el impacto probable de la UME en las estrategias bancarias de la UE. Este artículo estudia algunas de las importantes implicaciones de la UME sobre esas estrategias. En muchos aspectos importantes, las cajas de ahorros se enfrentan con los mismos retos derivados de la UME que sus principales competidores, los bancos comerciales. Pero las cajas se enfrentan también con algunos peligros y oportunidades específicos, examinados en el presente trabajo.

Una línea importante de argumentación al respecto es que, dadas las innegables incertidumbres sobre el impacto de la UME en las estrategias bancarias, un punto de partida útil es estudiar la experiencia hasta la fecha del Programa del Mercado Único (PMU). Este enfoque se centra en considerar que el euro es un paso adelante más en un proceso iniciado por la Comisión Europea de desregulación e integración (globalización) que incluye también el PMU. Por supuesto, la UME tiene algunas

características especiales (por ejemplo sus implicaciones sobre los sistemas de pagos de la UE y su impacto en los beneficios de los bancos en el negocio cambiario), que hemos de tener en cuenta. Al mismo tiempo también hemos de considerar que los sistemas bancarios de la UE están configurados estratégicamente por un conjunto de otras influencias exteriores tales como la tecnología, la competencia, las necesidades cambiantes de su clientela, la entrada a la UE de nuevos miembros y otros desarrollos globales más amplios.

Este trabajo parte de dos estudios recientes del Institute of European Finance (IEF). El primero de ellos, en colaboración con la Universidad de Cambridge, estudia el impacto del PMU en el negocio bancario de la UE: véase European Commission (1977) y Gardener y otros (1997). El segundo se ocupa del impacto del PMU y de la cuenta atrás de la UME sobre las cajas de la UE (ver Carbó y otros, 1996, y Gardener y otros, 1998b). También utiliza, en parte, otras investigaciones sobre la materia del IEF, entre ellas Gardener y Teppet (1995), Chakravarty y otros (1995), Molyneux y otros (1996) y Molyneux y otros (1997).

El presente artículo está organizado del modo siguiente: la próxima sección esboza los aspectos más importantes del entorno macroeconómico posible bajo la UME; el entorno externo tiene importantes efectos sobre las estrategias bancarias. Esto nos conduce a examinar el impacto generalizado de la moneda única sobre el negocio bancario de la UE, seguido por un resumen de la descripción de Cecchini sobre las características del negocio bancario de la UE después de la puesta en vigor del PMU. La sección principal de este artículo centra su atención en el impacto de la UME sobre las estrategias de las cajas en cuatro dimensiones diferentes: tamaño, fusiones, eficiencia y «marketización». Por último exponemos algunas conclusiones tentativas.

II. EL ENTORNO MACROECONÓMICO

La Cumbre de Madrid en diciembre de 1995 confirmó la intención de los líderes europeos de entrar

en la tercera fase de la UME el 1 de enero de 1999. Al escribir el presente trabajo (finales de 1997) el número exacto de los participantes iniciales no está del todo claro, pero 8 de los 15 estados miembros podrían cumplir una interpretación amplia de los criterios de Maastricht. El número de participantes iniciales podría aumentar hasta 10 u 11 si países como Austria y Bélgica se incluyesen por razones tanto políticas como económicas. La opinión general es que al menos Alemania, Francia, Austria, Bélgica, Holanda y Luxemburgo serán participantes iniciales, y probablemente también Irlanda y Finlandia (1).

El resultado inicial de la UME será, pues, una especie de unión monetaria parcial, incluyendo, al menos, los miembros del núcleo duro de la UE. Mucho se ha escrito sobre el entorno macroeconómico posible o probable bajo la UME; aquí sólo podemos resumir algunos aspectos seleccionados del mismo (2). Una consecuencia obvia de la UME es la eliminación del riesgo de tipo de cambio entre los países participantes; desaparece la posibilidad de alteraciones en el tipo de cambio de sus monedas. Al mismo tiempo, los tipos de interés a corto plazo serán los mismos en todos los países participantes.

La política monetaria, fijada y gestionada por un Banco Central Europeo (BCE) independiente, tendrá como objetivo asegurar la estabilidad de precios. Probablemente esto quiere decir que tratará de que la inflación se sitúe en torno al 2 por 100 en toda la UME (3). Sin embargo, se podría permitir a ciertos países miembros tener tasas de inflación más altas cuando estén tratando de alcanzar el nivel económico de los miembros más desarrollados. Del mismo modo, otros países miembros pueden tener tipos de inflación por debajo de la media de la UME.

Para la gestión de la política monetaria es necesario decidir tres cuestiones técnicas. La primera es si los bancos de la UME estarán obligados a tener reservas según el modelo alemán. La segunda es si el BCE debería tener como objetivo la oferta de dinero (como el Bundesbank) o un tipo de inflación determinado (como el Banco de Inglaterra o el Banco de España). La tercera es cómo los bancos con sede fuera de la UME deberán ser tratados en el sistema de compensación y pagos del euro, y en las operaciones de mercado del BCE. Estas tres cuestiones serán resueltas en breve plazo. El Bundesbank insiste firmemente en que se obligue a los bancos a tener reservas obligatorias. Respecto a la segunda cuestión, el BCE operará según un enfoque ecléctico, que supondrá tanto un objetivo monetario como de inflación. Kaletsky (1997, pág. 29) sugiere, respecto a la tercera cuestión, que el acceso al sistema de compensación «probablemente será resuelto por los bancos internacionales creando filiales domiciliados en Luxemburgo o Dublín, pero dirigidos desde Tokio, Zurich, Nueva York o Londres».

La reunión de Dublín del Consejo Europeo, en diciembre de 1996, decidió que todos los estados miembros deberían apoyar un «Pacto de Estabilidad y Crecimiento». En la práctica, esto equivale a aceptar la obligación de llegar a medio plazo a una posición presupuestaria próxima al equilibrio o incluso al superávit. Asimismo, en la tercera fase de la UME, sus estados miembros tienen la obligación legal de no incurrir en déficit excesivos. Esta disciplina presupuestaria puede que, en la práctica, tenga que ser suavizada, permitiendo a veces a la política fiscal ayudar a dominar los vaivenes del ciclo económico en regiones determinadas. Se necesitará una cierta flexibilidad, pero no a costa del objetivo aparentemente primordial de mantener la disciplina fiscal.

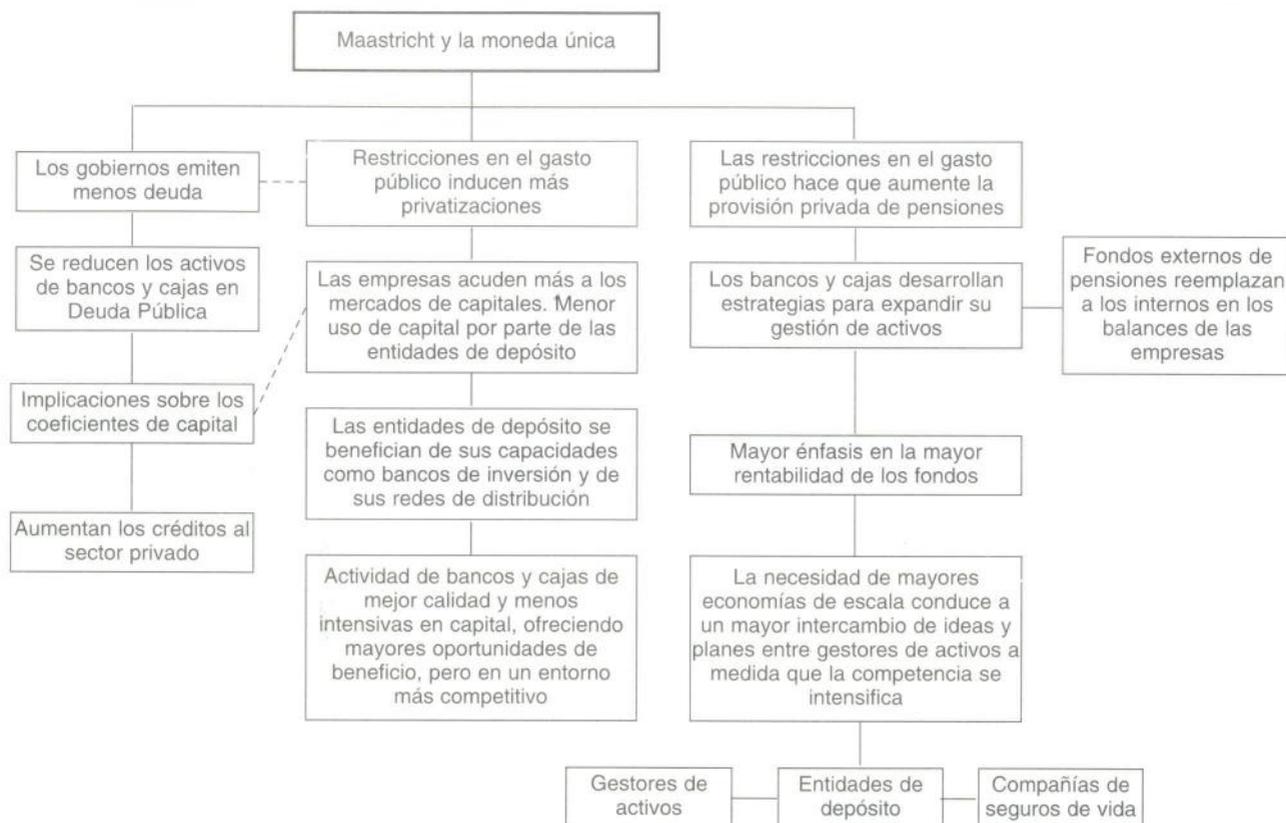
En la actualidad, no se pueden evaluar las dificultades prácticas causadas por los desequilibrios regionales dentro del conjunto de la unión monetaria. Se necesitará una cierta flexibilidad, tanto en la política monetaria como en la fiscal para hacer frente a las disparidades regionales en materia de empleo y crecimiento. Será necesario un equilibrio de política entre las exigencias de una estabilización a corto plazo y el objetivo a medio y largo plazo de mantener unas finanzas públicas sólidas.

Unos tipos de interés más bajos de forma generalizada, reducciones en los tipos de interés reales, un entorno de baja inflación y convergencia de tipos de interés serán probablemente las características del entorno bancario de la UE a partir de la introducción del euro. El escenario general de la misma se caracterizará por un aumento de la competencia en el mercado del ahorro y buenas perspectivas para los mercados de capitales. El gráfico 1 resume la idea de Morgan Stanley respecto a las implicaciones operativas de la convergencia de Maastricht sobre los bancos europeos; las consiguientes implicaciones estratégicas están descritas en el gráfico 2, que sugiere que la convergencia de divisas facilitará las fusiones transfronterizas y puede conducir también a un cambio en la estructura de los bancos estatales, mutualistas y cooperativos. Las consideraciones de coste también obligarán a fusionarse a bancos y cajas pequeños en los mercados nacionales.

III. IMPACTO GENERALIZADO DE LA UME

Parece claro que la moneda única afectará a la mayoría de los aspectos del negocio bancario y en consecuencia, tendrá un impacto directo en los sistemas y procesos requeridos por bancos y cajas para su actividad. Un cálculo reciente (Stringer, 1996) del coste de la UME en los servicios financieros europeos da la cifra de 25 millardos de dólares (16 millardos de libras); el mismo estudio mantiene que 17 millardos de ese coste recaerán en el sector bancario. Los costes de cambiar los sistemas bancarios

GRÁFICO 1
**MAASTRICHT: IMPLICACIONES OPERATIVAS
 PARA LAS ENTIDADES FINANCIERAS EUROPEAS**



Fuente: Molyneux y otros (1997, figura 2, pág. 4).

existentes para hacer frente al euro han atraído la atención de los analistas.

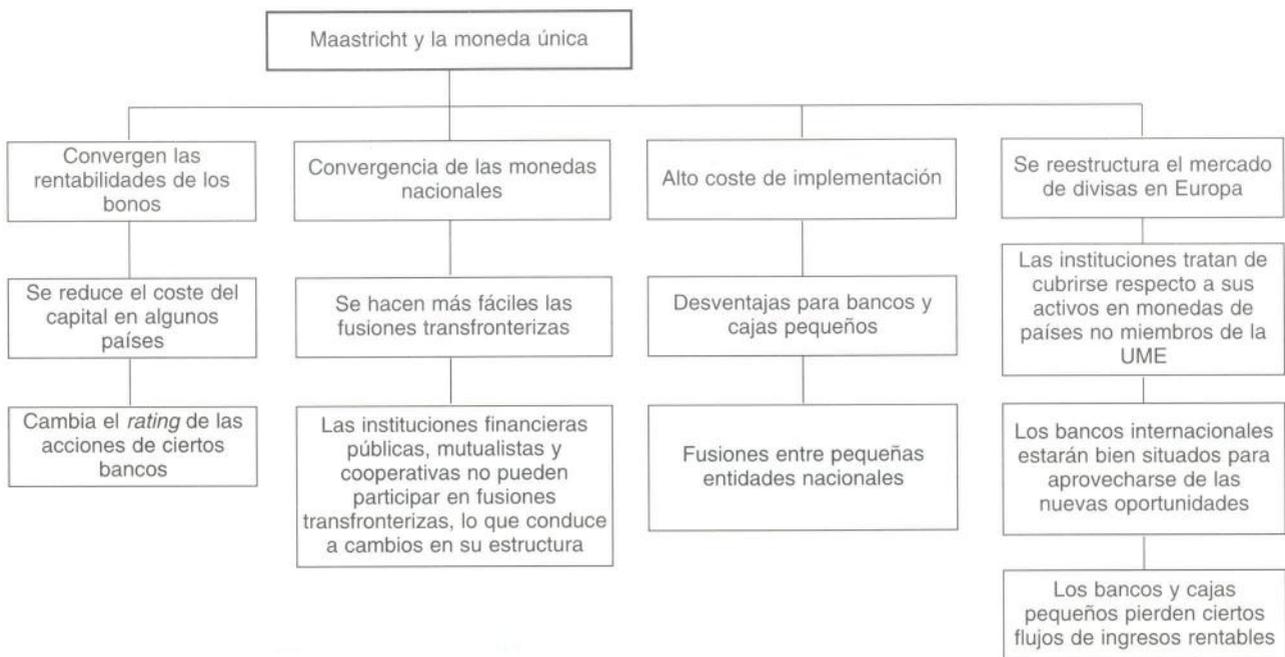
Los cálculos más recientes sugieren que las estimaciones iniciales valoraron a la baja los costes de conversión al euro de las instituciones financieras europeas. Otro informe reciente de ICL (*The Times*, 1997) ha advertido que el coste de convertir los equipos informáticos para ajustarlos al euro será mayor que el del paso al próximo milenio. Siguiendo este último estudio informa *The Times* (1997, página 26): «Tim Escudier, presidente de los servicios financieros de ICL manifestó en una conferencia sobre la UME en el Royal Institute for International Affairs que los bancos comerciales, las *buildings societies* y las compañías de seguros simplemente no hubiesen sido capaces de ajustarse a la UME si el Reino Unido hubiese entrado en ella al mismo tiempo que los participantes iniciales. Añadió que el coste financiero de la unión monetaria había sido calculado muy a la baja». En todo caso, es innegable que los costes de conversión serán considerables.

Los informes recientes de consultoras (Stringer,

1996, y Miles, 1997) destacan que la transición a la unión monetaria será algo mucho más complicado que ajustar el *software* para que registre nuevas fechas a partir del año 2000. Resaltan que es necesaria una planificación esmerada para hacer frente a la complejidad de preparar los sistemas de tecnología de la información para el euro. Como los mercados cambiarios y monetarios se convertirán al euro el 1 de enero de 1999, la banca al por mayor sufrirá el impacto inicial de la moneda única, lo mismo, por supuesto, que cualquier banco de un país no participante activo en la moneda de un país participante.

Aunque la banca minorista, en teoría, no se verá afectada hasta el 2002 (cuando los billetes y monedas en euro serán de curso legal), probablemente ya habrá antes demanda de servicios en euros. De todos modos, numerosas entidades tendrán que estar dispuestas a ofrecer una amplia gama de servicios bancarios en el mismo día de la entrada en vigor. En consecuencia, tanto la banca mayorista como la minorista tendrán que preparar antes de esa fecha los sistemas y servicios implicados. Este

GRÁFICO 2
MAASTRICHT: IMPLICACIONES ESTRATÉGICAS
PARA LOS BANCOS Y CAJAS DE AHORROS



Fuente: Molyneux y otros (1997, fig. 3).

tipo de planificación extensiva a largo plazo ya requiere hoy que el banco o caja en cuestión dedique sus recursos y esfuerzos a ello.

Sin embargo, ya hay pruebas de que la preparación para el euro del sector bancario europeo no está tan avanzada como debería estarlo, dado lo sugerido anteriormente. Una encuesta reciente (Stringer, 1996, pág. 17), por ejemplo, decía así: «Una encuesta a 205 bancos y cajas en 15 países europeos encargada por Cap Gemini y realizada por la empresa de investigaciones de mercado International Data Corporation (IDC) encontró que más de la mitad (54 por 100) de ellas todavía no habían preparado una estrategia para adaptarse a la UME y que sólo el 15 por 100 habían preparado un presupuesto para cambiar los sistemas de tecnología de información y el procesamiento de su actividad».

Alrededor de la mitad (49 por 100) de los bancos y cajas encuestados que habían empezado a desarrollar una estrategia para la UME, la consideraban una cuestión a largo plazo «a resolver en los próximos dos o tres años, en vez de algo que hay que resolver inmediatamente». El 91 por 100 de esos bancos y cajas tenían confianza en que su infraestructura de tecnología de información estaría lista al empezar la tercera fase de la UME. Stringer (1996, página 17) extrae la conclusión de que «la mayoría

de bancos y cajas están aceptando riesgos excesivos al retrasar las medidas necesarias para que su gerencia y sus recursos financieros estén preparados para la UME a la entrada en vigor de ésta».

La banca al por mayor se verá afectada a partir de 1999. Las multinacionales con una presencia europea tendrán considerables oportunidades de racionalizar sus funciones de tesorería. El resultado sería deducir los márgenes bancarios y el número de sus relaciones con empresas. Según este escenario, bancos y cajas se verán sometidos a presiones aún mayores para que aumenten la eficiencia de sus transmisiones de dinero.

Se desconoce la rapidez con la que las compañías internacionales y otros participantes en los mercados mayoristas cambiarán a euros sus transacciones. La fase B de la UME (a partir del 1 de enero de 1999) concede hasta 3 años para el cambio de moneda nacional al euro. Sin embargo, muchas entidades puede que prefieran negociar en euros desde el principio, porque ello, por ejemplo, evitaría el coste extra de hacer transacciones en dos monedas durante el período de transición. Las fuerzas del mercado decidirán la rapidez de esta transición.

Otra cuestión se refiere a los sistemas de pagos y la clase de acceso que tendrán a ellos los países de la UE no participantes en la UME. Un ejemplo es

TARGET (Trans European Automated Real Time Gross Settlement Express System) que se utilizará sobre todo para pagos de gran volumen. Este sistema ha sido diseñado para poder ofrecer desde enero de 1999 un sistema paneuropeo de pagos en euros en el mismo día en que venzan. Aunque no se discute el acceso al TARGET de países no participantes en la UME, las condiciones de dicho acceso aún no están claramente fijadas.

Un estudio reciente (McCauley y White, 1997) afirma que la introducción del euro tendrá un impacto más directo e inmediato en los mercados europeos de bonos que en los mercados bancarios europeos. Concluyen (pág. 1) así:

«Aunque el impacto inmediato del euro en los mercados bancarios podría ser limitado, el cambio paulatino de las empresas europeas desde la financiación mediante crédito bancario hacia la financiación mediante la emisión de bonos vendrá a añadirse al reto competitivo con el que ya se enfrentan. La necesidad que tienen de adaptarse al nuevo entorno plantea una serie de cuestiones potenciales en la política económica en Europa; algunas de ellas pueden tener amplias repercusiones internacionales».

En su estudio advierten (pág. 20): «La introducción con éxito de la moneda única tendrá efectos directos en cada institución financiera. En especial, parece cierto que en la transición algunos costes aumentarán, algunos ingresos bajarán y en algunos aspectos aumentará la incertidumbre. Es seguro que alterará el entorno macroeconómico en que operan las instituciones financieras. Lo que es mucho más problemático es conocer si la introducción del euro producirá un aumento significativo en la competencia internacional entre instituciones financieras. En este asunto, las opiniones difieren y los pronósticos son muy inciertos». A propósito de esta última cuestión, citan a Standard and Poors, que espera transformaciones profundas, y a Salomon Brothers, que espera un impacto mucho menor.

Lo mismo que el estudio de Stringer (1996), McCauley y White (1997) previenen sobre los elevados costes de transición a la UME y la probable escalada de éstos en bancos y cajas que retrasen sus preparativos. Bancos y cajas asumirán los costes del canje de los nuevos billetes y perderán ingresos en otras clases de negocio, como por ejemplo la pérdida de algunos ingresos derivados del negocio cambiario. La validez legal de algunos contratos vigentes puede ser puesta en duda por algunos contratantes (especialmente si no son miembros de la UME) al sustituir el euro a las monedas nacionales.

Probablemente aumentará la competencia en el negocio bancario, lo que, a su vez, podría acelerar la titulización y la desintermediación en el mismo, ya que los márgenes bancarios y las calificaciones

de crédito sufrirán presiones a la baja. También podría aumentar la presión sobre bancos y cajas para que se internacionalicen, tanto en sus préstamos a empresas grandes como en los de carácter minorista.

Un efecto inmediato de la moneda única se hará sentir sobre los beneficios del negocio cambiario. Las opiniones difieren pero todos están de acuerdo en que las pérdidas inmediatas serán considerables. Según una reciente estimación, algunos bancos y cajas de la UE podrían perder hasta el 30 por 100 de sus ingresos por el negocio cambiario: véase *Business Money* (1997, pág. 33). Este estudio sugiere que Francia, Portugal y los países escandinavos serán los más perjudicados ya que una gran parte de su negocio bancario se realiza en marcos alemanes y francos franceses.

Nadie discute que habrá una pérdida inmediata de beneficios en el negocio cambiario como resultado de la creación de la moneda única, aunque parece que no hay acuerdo sobre la cuantía exacta de esas pérdidas. McCauley y White (1997, página 21), por ejemplo, citan un reciente (1996) estudio de Salomon Brothers que estima que los ingresos netos de bancos y cajas derivados del negocio cambiario podrían bajar hasta un 10 por 100, lo que supondría una baja del 1 por 100 en sus ingresos totales. Sin embargo, también aparecerán nuevas oportunidades en el negocio cambiario de euros; probablemente los *dealers* se interesarán más por las divisas de los países emergentes. De todos modos, algunos analistas prevén que en el mundo post-UME habrá menos entidades activas en el negocio cambiario, pero serán más grandes (Johnson, 1996, pág. 15).

Un gran número de directivos hacen hincapié en las oportunidades que aparecerán como consecuencia de la introducción del euro. Ésta parece ser la firme opinión del Deutsche Bank, expresada por Kapper (1996, pág. 15). Un efecto estratégico a plazo más largo será el negocio potencial que el euro ofrece gracias al aumento de la actividad económica facilitada por una mayor competencia en los mercados de bienes y servicios, lo que deberá suponer más oportunidades (no previstas hoy) de ganancias para bancos y cajas.

McCauley y White (1997, pág. 21) sugieren, sin embargo, que los beneficios macroeconómicos de la UME —a saber, un crecimiento más rápido, menos inflación y menos volatilidad en los mercados— también supondrán inconvenientes para las entidades financieras. Un crecimiento más rápido, por ejemplo, será beneficioso para bancos y cajas, pero una menor inflación bien pudiera conducir a una caída en el margen entre tipos de interés activos y pasivos. A medio plazo, una menor inflación podría también empeorar los problemas de impago o morosidad consecuencia de precios bajos de la propiedad inmobiliaria (4). Un posible escenario post-UME

de un menor riesgo de mercado (menor volatilidad en los mercados financieros) puede también producir una caída en los ingresos de las entidades bancarias, derivados de los servicios de cobertura de riesgos de sus clientes. Al mismo tiempo, el riesgo de crédito debería ser más fácil de evaluar en un entorno más estable.

IV. LAS LECCIONES DEL PMU

El PMU se creó para «modificar el enfoque de las estrategias de las entidades financieras de modo que se pasara de un comportamiento cercano a la colusión y «captura regulatoria hacia uno basado en la competencia» (Vives, 1990). Un gran optimismo y expectativas muy eufóricas caracterizaron el período de cuenta atrás a «Europa 92» y la puesta en vigor completa del mercado único. El estudio de Cecchini (Commission of the European Communities, 1988) mantenía que esa entrada en funcionamiento produciría ganancias muy importantes para los servicios financieros. Cecchini consideraba la desregulación como una especie de «*shock* de oferta» al sistema, en el cual reducciones de precios y aumentos de la producción estimularían la demanda, lo que, a su vez, conduciría a posteriores caídas en precios y aumentos de producción (produciéndose una especie de «círculo virtuoso»). Cecchini enfatizaba la importancia estratégica de las ganancias de los sectores europeos de servicios financieros consecuencia del proceso liberalizador del PMU. Planteaba que hasta un tercio de las ganancias económicas totales a consecuencia del PMU vendrían directa o indirectamente de la desregulación de los sectores de servicios financieros.

Los primeros estudios europeos (en los años ochenta) del impacto del PMU en el negocio bancario centraban sobre todo su atención en la desregulación, en especial en el impacto de la desregulación de las normas de conducta y estructura en los bancos, cajas y demás instituciones de crédito: véase, por ejemplo, Commission of the European Communities (1988). Las normas de estructura cubren áreas tales como la separación funcional de instituciones y las restricciones a la entrada en el sector; las reglas de conducta comprenden, entre otras, la regulación de tipos de interés de depósitos y préstamos de bancos y cajas, de comisiones y honorarios, de cuotas de crédito y de limitaciones en la apertura de agencias. Investigaciones más recientes han analizado los efectos simultáneos de la desregulación de reglas de estructura y de conducta y la consiguiente re-regulación de reglas prudenciales (especialmente sobre requisitos de capital mínimo) y supervisoras, y de reglas horizontales (por ejemplo políticas anti-trust y de competencia, regulación del mercado de trabajo y del empleo, etc.): véase, por ejemplo, European Commission (1997). Para el objetivo de este estudio, el entorno externo de ban-

cos y cajas en la UME, como en el PMU, se caracteriza también, entre otras cosas, por la misma clase de proceso de desregulación y re-regulación simultáneas. El objeto central de esta sección reside en el análisis de la incidencia probable de esos «cambios integradores».

La principal justificación económica de la UME (y de su precursor, el PMU) son las ventajas económicas que se logran con una mayor competencia y de la libertad de comercio. En este contexto económico, la UME es la fase siguiente al PMU. Lo mismo que con el PMU, calcular el impacto de la UME en las estrategias bancarias no es tarea fácil. Tampoco lo es hacer pronósticos, especialmente cuando cuestiones políticas, sociales y de otros tipos afectan a la forma que tomará la UME. Empezaremos exponiendo algunas lecciones importantes extraídas de la experiencia del PMU hasta la fecha:

1. Hoy, la opinión más generalizada es que el modelo macroeconómico de Cecchini es una simplificación excesiva de la complejidad del impacto práctico del PMU en la UE: véase, por ejemplo Gardener y Teppet (1995) y Chakravarty y otros (1995). Investigaciones empíricas más recientes y detalladas (European Commission, 1997) han confirmado la dificultad de separar los efectos del PMU de los de otros factores externos que afectan a las estrategias bancarias, y de hallar la intensidad aparente del impacto del PMU sobre las estrategias bancarias de la Unión Europea.

2. Una cuestión muy importante fue la necesidad de que bancos y cajas orientasen más sus estrategias a las exigencias de la demanda y del mercado. El PMU ha hecho que cambien las actitudes y expectativas de los banqueros de la UE de modo que acepten unos mercados financieros más abiertos y con más competencia.

3. En este nuevo entorno, el tamaño y eficiencia de bancos y cajas aparecen como dos cuestiones estratégicas importantes. Parece que esa eficiencia, sin embargo, se ha convertido en el tema estratégico dominante, y probablemente será reforzada a medida que el mercado de servicios bancarios se liberalice más en la Europa post-UME.

4. En el entorno bancario del PMU parece que las estrategias bancarias defensivas (que dan lugar a una mayor consolidación en muchos mercados bancarios nacionales) y la competencia en calidad de servicio y otros aspectos análogos serán unas reacciones estratégicas especialmente importantes para bancos y cajas.

5. Hasta la fecha, la intensa actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas prevista por Cecchini todavía no se ha materializado. Aunque algunas fusiones recientes entre bancos grandes escandinavos y la OPA de noviembre de 1997 del grupo holandés ING sobre el banco belga Banque

Bruxelles Lambert puede que sean el comienzo de ese proceso.

V. EL IMPACTO DE LA UME EN LAS ESTRATEGIAS DE LAS CAJAS DE AHORROS

1. Visión de conjunto de las cajas de la UE

Partiendo de su origen como instituciones que servían a las capas sociales menos favorecidas ofreciéndoles una gama limitada de servicios concretos, muchas cajas han evolucionado hasta convertirse en verdaderos bancos universales prácticamente idénticos a sus competidores, los bancos comerciales.

El cuadro núm. 1 muestra el tamaño comparado de los sectores nacionales de cajas de la UE en 1995. Los datos revelan que los más grandes eran (por orden de tamaño) los de Alemania, España, Italia y Francia. La importancia comparativa del sector aumenta si añadimos las *building societies* británicas.

Las cajas de la UE han seguido muchas estrategias diferentes para hacer frente a los retos del mercado bancario de la propia Unión, cada vez más desregulado, más integrado y más competitivo. A menudo, esas estrategias adaptivas y los modelos organizativos consiguientes reflejan las características típicas del sector comparado con el de los bancos comerciales. En muchos sectores nacionales de cajas, por ejemplo, es posible distinguir entre estrategias de grupo e individuales. La estructura organizativa distintiva de las cajas (a menudo el resultado de su *status* tradicional de ser una mutua o fundación) tiene también una notable incidencia en su

gestión estratégica. Por ejemplo, ha ayudado a que concentren su atención en el negocio local o regional (es decir, que estén más orientadas al mercado) y a enfatizar el «dividendo social» de las cajas.

Los tres retos más importantes con los que se enfrentan las cajas de la UE son los recursos propios, su carácter de mutua o fundación y el papel del Estado (incluidos los gobiernos regionales) en ellas; en muchos aspectos esos retos están relacionados entre sí. Una supuesta escasez de capital, que dificulta el crecimiento, puede plantear cuestiones respecto al carácter de mutua y la posible necesidad de privatizar y de convertirse en una sociedad anónima. Esa conversión se contempla como el medio para lograr una mayor libertad de acción para hacer frente a la competencia. Sin embargo, la experiencia reciente en el Reino Unido muestra que las mutuas pueden defenderse y sobrevivir en un mercado muy competitivo. Las cajas alemanas son otro modelo en el que el hecho de que las cajas sean propiedad del gobierno regional y su particular naturaleza jurídica sean compatibles con una mayor orientación hacia el mercado.

Un estudio reciente de Carbó y otros (1996) y Gardener y otros (1997) describe cuatro modelos estratégicos organizativos adaptivos a nivel macro (típicos de cada país) seguidos por las cajas en el período de cuenta atrás de la UME, a saber: «británico/marketizado» (fuertemente orientado al mercado, con claras y fuertes presiones a abandonar el carácter de mutua, contestada con energía por las mutuas apegadas a su carácter), «alemán/de propiedad regional» (fuerte participación del gobierno regional en el sector), «español/mixto» (el control efectivo está en manos de los gobiernos locales y regionales, los clientes de las cajas, sus empleados y los fundadores de la caja en cuestión) e «italiano/en

CUADRO NÚM. 1
CARACTERÍSTICAS ESTRUCTURALES DE LOS SECTORES
DE CAJAS DE AHORROS EUROPEAS (1995)

1. País	2. Número de cajas	3. Número de sucursales	4. Número de empleados	5. Balance total (en millones de ecus)
Bélgica (1)	2	1.530	8.855	52.151
Dinamarca	113	650	9.500	29.564
Finlandia	40	254	1.658	3.758
Francia	35	4.274	35.952	155.953
Alemania (2)	624	23.800	375.800	798.964
Italia	74	5.824	82.241	238.841
Noruega	133	1.068	10.700	34.418
España	51	15.040	84.852	256.072
Suecia	90	607	9.661	54.999
Reino Unido. TSB (3)	1	1.100	25.786	43.847
Building societies	94	5.141	87.418	354.306

Notas: (1) Incluye sólo el número de cajas belgas que son miembros del «Grupo de Cajas de Ahorro Europeas»; el total de cajas belgas es alrededor de 31.

(2) Los datos cubren las Sparkassenn y los Länderbanken.

(3) En el Reino Unido los datos bancarios sólo comprenden una caja, la TSB.

transición» (un movimiento impulsado por el gobierno para que pasen del control público al privado).

No es posible decir cuál de esos modelos es el mejor: son el resultado de una evolución diferente, dada la estructura institucional particular de cada país. Todas las cajas de la UE, sin embargo, están sometidas a la misma clase de presiones competitivas y de otro tipo que determinan las estrategias (a nivel micro) individuales dentro de cada uno de esos modelos macro. En toda Europa, las cajas están desarrollando una serie de estrategias diferentes, a menudo comunes a cada uno de los cuatro modelos: así, todas las cajas están sometidas a la «amenaza competitiva», tienen que orientarse más hacia el mercado (5), y ser más conscientes de unas necesidades de éste más amplias.

2. Algunas cuestiones estratégicas importantes

Tamaño y consolidación han sido cuestiones estratégicas importantes en la actividad bancaria de la UE durante el PMU, y una intensa actividad de fusiones (defensivas) en el ámbito nacional ha tenido lugar en algunos países como España. Entidades de varios países de la UE, entre ellos España y Bélgica, están mostrando de nuevo su preocupación sobre si son suficientemente grandes para competir en el mundo post-UME. Al mismo tiempo los banqueros se preocupan de nuevo globalmente por las cuestiones de dimensión y consolidación. En Europa, la UME y el desarrollo tecnológico pueden contribuir a integrar aún más la «última frontera» de la globalización bancaria, el negocio bancario al minorista.

La obtención de una dimensión apropiada se ha convertido en la gran cuestión en la banca belga, por ejemplo; en Bélgica, los bancos y cajas nacionales están desarrollando diversas tácticas para hacer frente a la cuenta atrás de la UME: véase *The Economist* (1997). El 11 de noviembre de 1997 el banco holandés ING anunció su intención de hacer una OPA sobre la Banque Bruxelles Lambert (BBL), el tercer banco más grande de Bélgica. Si tiene éxito será la mayor fusión bancaria transfronteriza en Europa hasta la fecha.

Bancos y cajas pueden desear aumentar de tamaño por varias razones. Una mayor eficiencia en costes es a menudo un motivo importante, y hay pruebas empíricas (European Commission, 1997) que apoyan la opinión de que ciertas economías de escala y de gama son aún realizables en el negocio bancario de la UE, pero ambas pueden ser sensibles al ciclo económico. Como podría esperarse, las economías de escala (ahorro de costes por una mayor dimensión) son mayores en los sistemas más fragmentados y con un número mayor de bancos y/o cajas pequeños, como Alemania y Francia; las economías de gama (sinergias de ahorro de costes

a causa de una mayor diversificación del producto) también existen en ciertas categorías dimensionales de bancos y cajas, especialmente en los muy pequeños y muy grandes (European Commission, 1997). A menudo, hay notables diferencias de opinión sobre la amplitud y naturaleza de las economías de escala y de gama en la actividad bancaria, pero hay un amplio consenso en que la reducción de las ineficiencias x (emulando la práctica de la mejor entidad del ramo) puede conseguir un mayor ahorro comparativo de costes que el que se conseguiría gracias a una mayor escala o mayor gama: véase Molyneux y otros (1996). Investigaciones recientes sugieren que esas ganancias en eficiencia podrían ser cuatro veces mayores que los ahorros de costes, consecuencia de una mayor escala y gama. Emular la práctica de las mejores instituciones del ramo, por lo tanto, es un objetivo de ahorro de costes mucho más importante que aumentar *per se* el tamaño del banco o caja.

En cualquier caso, las entidades financieras pueden desear aumentar de dimensión por muchas razones: las reducciones de costes a corto plazo son a veces el objetivo inmediato, pero la fusión a menudo produce otros beneficios. Por ejemplo, una fusión puede hacer posibles economías de escala en materia de información y de evaluación de proyectos financierables. Otras economías de escala pueden darse también en áreas como riesgo, automatización, costes de financiación y tesorería. Bancos y cajas pueden unirse para defenderse contra OPA hostiles o para conseguir una mayor presencia en segmentos determinados de la actividad bancaria.

Es seguro que la UME supondrá la aparición de nuevas estrategias competitivas transfronterizas en algunos bancos y cajas europeos; como hemos visto, esto ya está ocurriendo: véase por ejemplo, *The Economist* (1997). Probablemente estos hechos supondrán una presión acrecentada sobre algunos bancos o cajas nacionales que no son lo suficientemente eficientes y fuertes para hacer frente a la oposición. Es probable que tenga lugar una consolidación más intensa en el ámbito nacional en los países de la UE y mayores probabilidades de fusiones y adquisiciones transfronterizas (como ya se sugería en el PMU).

Los beneficios de un mayor tamaño pueden lograrse de varios modos. No está claro si la UME hará que crezcan dramáticamente las transacciones transfronterizas de servicios financieros minoristas o de otro tipo, internacionalizándose y globalizándose. Es seguro que la UME y sus implicaciones (un mundo más integrado y con menos incertidumbres en las transacciones transfronterizas) pueden acentuar la propensión de algunos clientes minoristas a abandonar su relación tradicional con un banco o caja determinados; la calificación de crédito (*credit scoring*) y otros desarrollos tecnológicos pueden también facilitar ese tipo de cambios. Sin embargo, aún subsisten sustanciales problemas para que un

banco o caja pueda penetrar con éxito en un nuevo mercado al por menor, como falta de experiencia en un mercado local, su menor base de transacciones y la «reputación» del banco extranjero entre los nativos. Mientras las entidades financieras locales continúen sirviendo eficientemente a sus clientes (o al menos tan eficientemente como sus potenciales competidores), los bancos o cajas extranjeros probablemente controlarán una parte marginal del negocio bancario nacional minorista, por lo menos en el futuro más próximo del mundo post-UME.

Los modelos tradicionales cooperativo y de grupo de los sectores de cajas ofrecen un vehículo efectivo para competir donde existen beneficios con un mayor tamaño. La aparición de la llamada «banca virtual» también ha puesto de relieve estos modelos cooperativos y su éxito en el negocio bancario moderno. En todos ellos, sin embargo, una mayor eficiencia será aún más importante en la época post-UME.

La implementación del modelo de banca universal en el PMU ha erosionado las líneas de demarcación entre áreas de servicios financieros tradicionalmente segmentadas y entre diferentes instituciones. Esto ha estimulado aún más la combinación del negocio bancario con el de seguros y las llamadas estrategias *allfinanz*. Un aumento en la *ratio* de concentración del negocio bancario en la UE se ha visto acompañado por una reducción general en el nivel de empleo en los sectores bancario y de crédito. Estos desarrollos reflejan el entorno cada vez más competitivo y la creciente necesidad de aumentar la eficiencia.

El estudio de la Comisión Europea (European Commission, 1997) ha encontrado que el entorno más competitivo facilitado por el PMU dio lugar a que se diese más importancia a la calificación externa de la eficiencia de la actividad bancaria general y de sus productos y servicios. Ese estudio llegó a la siguiente conclusión:

«Resulta claro de este examen que en la pasada década el mercado bancario europeo se ha hecho más competitivo y más orientado al mercado. La consecuencia ha sido un mayor énfasis en la eficiencia productiva (una mejor gestión de costes), una mayor prioridad estratégica concedida a la asignación interna de capital y a la gestión de riesgos, y ser conscientes de la importancia de satisfacer a los accionistas.»

El estudio de Carbó y otros (1996) confirmó que este énfasis estratégico creciente existe también en las cajas de la UE. Con mercados bancarios nacionales más competitivos entre la futura UME, cabe esperar que esas presiones se intensificarán. Las cajas en toda Europa están dando una creciente prioridad a las mejoras de eficiencia en todos los aspectos de sus operaciones. En todos los segmentos del mercado, esto debe ser una parte fundamental

de cualquier defensa estratégica contra posibles OPA hostiles.

«Marketización» es un término inventado para describir la necesidad estratégica de un banco o caja de responder debidamente no sólo a las necesidades presentes y futuras de sus clientes, sino también a las pruebas de eficiencia y de mejor actuación esperadas en un sistema desregulado de libre mercado. Estas pruebas pueden también describirse como pruebas de la importancia concedida a los intereses de los accionistas. Incluso en sectores del negocio bancario donde existe un control cooperativo o de los gobiernos regionales o locales, las presiones de la «marketización» deben también ser atendidas; esto es así porque esos bancos o cajas están cada vez más enfrentados a la competencia de una amplia gama de instituciones sometidas a esos esquemas más estrictos. En consecuencia, para ser competitivas, las cajas tendrán que funcionar por lo menos tan bien como sus competidores, los bancos comerciales, que son sociedades anónimas.

VI. CONCLUSIONES

Este artículo únicamente ha podido dar una visión tentativa de la cuestión. Sin embargo, la experiencia del PMU y el entorno estratégico del desarrollo de la UME ponen de relieve que una mayor eficiencia y «marketización» deberían ser las prioridades estratégicas más importantes de todos los bancos y cajas en el escenario post-UME. Aunque sin duda la UME será un gran paso adelante en la internacionalización y globalización del negocio bancario al por menor en la UE, la visión de Cecchini de una intensa actividad de fusiones y adquisiciones transfronterizas de entidades financieras y un mayor flujo de servicios financieros minoristas transfronterizos parece que tardará bastante tiempo en convertirse en realidad. Sin embargo, esto no equivale a negar que vaya a aumentar la amenaza de penetración transfronteriza de entidades extranjeras, sobre todo si las nacionales son comparativamente ineficientes.

Probablemente, tendrá lugar una nueva oleada de fusiones y de consolidaciones en Europa en el período de cuenta atrás hacia la UME, e inmediatamente después de su entrada en vigor, gran parte de ellas concentradas en los mercados nacionales para defenderse de OPA hostiles; inevitablemente alcanzará a muchas cajas. La concentración nacional de bancos y cajas en Europa es ya una de las más altas del mundo; es casi seguro que la probable oleada de fusiones en la cuenta atrás hacia la UME todavía la haga más intensa.

Las cajas se verán sometidas a una presión creciente para que mejoren su eficiencia y se hagan

más «marketizadas». A este respecto, por ejemplo, Miles (1997, pág. 15) sostiene que «la oportunidad que tendrán los bancos y cajas eficientes de obtener grandes beneficios con la moneda única es enorme». Esta afirmación refleja la considerable variabilidad en costes, eficiencia, rentabilidad y exceso de capacidad en el conjunto de bancos y cajas en Europa. En este escenario, las cajas tienen que mejorar su eficiencia para poder hacer frente a la competencia actual y potencial. Tendrán también que tener un claro incentivo para aprovecharse de sus ventajas comparativas donde existan y puedan manifestarse en atributos de sus productos comercializables. Estos últimos incluyen un mejor conocimiento del mercado local, un buen historial de atención al cliente, la capacidad de algunos sistemas para vender más barato que los bancos con los que compiten, y el desarrollo del papel de las cajas en sus grupos y redes europeas. En este tipo de estructura federalista, las cajas pueden conseguir los beneficios de un mayor tamaño sin los consiguientes problemas de gestión derivados de una fusión plena. De todos modos, lo que está claro en las especulaciones de este trabajo es que todos los bancos y cajas de la UE se verán enfrentados en la UME con nuevos retos, amenazas y oportunidades, estén o no preparados para ello.

NOTAS

(*) Traducción, Ricardo Cortes.

(1) Los mercados financieros se han replanteado la posibilidad de que España, Portugal, Suecia e incluso Italia puedan acceder a la UME en 1999 o poco después; véase el «Grupo 100 de Directores Financieros» (The Hundred Group of Finance Directors, 1997).

(2) Por ejemplo, son inciertos la posición y el papel de los llamados «países in» (de dentro de la UME) y los «países out» (que todavía no han accedido a ella).

(3) Véase, por ejemplo, el «Grupo 100 de Directores Financieros» (The Hundred Group of Finance Directors, 1997, pág. 4) que citaba las *Perspectivas económicas mundiales* del FMI de octubre de 1996.

(4) Aunque a largo plazo podría hacer menos probable que se remitan esos tipos de exposición al riesgo.

(5) En cierto sentido, por supuesto, las cajas son «arquetipos» orientados hacia el mercado, con énfasis tradicional en la región que sirven y sus necesidades. Sin embargo, la desregulación ha ampliado los segmentos del mercado en los que las cajas actúan y ha traído consigo también una mayor necesidad de alcanzar los niveles de rentabilidad y eficiencia impuestos por el mercado.

BIBLIOGRAFÍA

Business Money (1997), «EMU threatens Continental banks with loss of forex profits», edición núm. 3, septiembre.

CARBÓ, S.; GARDENER, E. P. M.; MOLYNEUX, P., y WILLIAMS, J. (1997), *The future of Savings Banks in the single financial market of the EU*, estudio para la Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas, España (Bangor: Institute of European Finance), en prensa.

CHAKRAVARTY, S. P.; GARDENER, E. P. M., y TEPPE, J. (1995), «Gains from the single european market in financial services», *Current Politics and Economics of Europe*, 5, 1.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1988), *European Economy: The Economics of 1992* (Bruselas: Directorate-General for Economic Affairs).

EUROPEAN COMMISSION (1997), *Credit Institutions and Banking*, volumen 3, Subseries II; Impact on Services, The Single Market Review (Londres, Kogan Page).

GARDENER, E. P. M., y TEPPE, J. L. (1995), «A select replication of the Cecchini microeconomic methodology on the EFTA financial services sectors: a note and critique», *The Service Industries Journal*, 15, 1.

GARDENER, E. P. M.; MOLYNEUX, P., y MOORE, B. (1998), «The strategic implications of EMU for European banking», de próxima aparición (1998) en *The Service Industries Journal*.

GARDENER, E. P. M.; MOLYNEUX, P., WILLIAMS, J., y CARBÓ, S. (1997), «European savings banks: facing up to the new environment», *International Journal of Bank Marketing*, vol. 15, número 7, págs. 243-254.

HEATHCOAT-AMORY, David (1996), «Single currency brings costs –but will it bring benefits?», *Chartered Banker*, diciembre.

JOHNSON, Christopher (1996), «Small earthquake in forex: not may losses», *Chartered Banker*, diciembre.

KALETSKY, Anthony (1997), «Brown should ignore the prophets of doom», *The Times*, 24 de octubre.

KAPPER, Helmar (1996), «Deutsche banks on single currency business bringing in business», *Chartered Banker*, diciembre.

MCCAULEY, Robert, y WHITE, William R. (1997), «The euro and European financial markets», *BIS Working Papers*, núm. 41, páginas 1-57, mayo (Basilea, Bank for International Settlements).

MILES, David (1997), *European Monetary Union, the UK and Financial Markets*, 16 de junio (Londres: Merrill Lynch Global Securities Research and Economics Group).

MOLYNEUX, Philip; GARDENER, Edward P. M., y ALTUNBAS, Yener (1996), *Efficiency in European Banking* (Londres: John Wiley).

MOLYNEUX, Philip, GARDENER, Edward P. M., y VANDER VENNETT, Rudi (1997), «The strategic implications of EMU for banks: two discussions papers», *Business Policy Report*, núm. 4, Bruselas: Centre for European Policy Studies (CEPS).

STRINGER, Colin (1996), «The euro is a coming –ready or not», *Chartered Banker*, diciembre.

The Economist (1997), «European banks: survival tactics», 9 de agosto.

THE HUNDRED GROUP OF FINANCE DIRECTORS (1997), *The Single European Currency*, marzo (KPMG: Watford, UK).

The Times (1997), «EMU first wave, too early for the banks», 24 de octubre.

VIVES, X. (1990), «Deregulation and competition in Spanish banking», *European Economic Review*.

EURO Y COMPETENCIA EN EL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL

Santiago Carbó
Juan Coello

I. INTRODUCCIÓN

La unión monetaria europea se acerca cada vez más provocando transformaciones profundas en todos los agentes económicos. En un primer momento, el sistema financiero va a ser el agente más afectado. En este sentido, las repercusiones sobre los sistemas bancarios de los países europeos se están sintiendo desde hace algún tiempo. Concretamente, desde que se iniciaron los primeros pasos hacia la liberalización de los distintos sistemas financieros nacionales la actividad de las instituciones y de los mercados financieros ha ido transformándose de forma progresiva, dando lugar a una importante reestructuración del sector con un grado de competencia mucho mayor en los sistemas bancarios de los países que tienen la expectativa del mercado único de servicios financieros.

La introducción del euro va a suponer la eliminación de las últimas barreras contra la competencia bancaria, ya que se pierde el riesgo del tipo de cambio al desaparecer las monedas nacionales e inevitablemente desciende el grado de segmentación de los mercados financieros europeos. Muy probablemente, este nuevo impulso integrador que producirá transformaciones en dichos mercados financieros europeos se irá reflejando en todos los aspectos o áreas del negocio bancario —aunque con diferente intensidad y rapidez— de cada uno de los participantes en los distintos sistemas bancarios.

Ante este futuro inmediato las entidades bancarias han de prepararse para un cambio permanente de sus actuaciones competitivas. A lo largo de este artículo vamos a describir cómo se plantea en el sistema bancario español la llegada tanto del mercado único como del euro. Para ello, en el segundo y tercer apartados, repasamos la actuación de las entidades financieras españolas en los últimos años en cuanto a su actividad bancaria tradicional, por un lado, y en cuanto a los nuevos productos financieros, aplicación de nuevas tecnologías a la banca y los nuevos mercados que están explorando, por otro. Después, en el apartado cuarto, se analiza la competencia entre entidades en el ámbito europeo, es-

to es, a nivel transfronterizo. Se finaliza con un apartado que realiza algunas previsiones sobre el impacto de la unión monetaria europea (UME) en la futura competencia bancaria.

II. LA ACTIVIDAD BANCARIA TRADICIONAL

A lo largo de las dos últimas décadas, el sistema bancario español ha pasado de un marco de protección y regulación a un proceso liberalizador que adecúa el entorno regulador español al marco legal comunitario. De la serie de cambios legislativos registrados en el mercado español se destaca la abolición de las restricciones territoriales a la expansión de las cajas de ahorros (en 1989) y la liberalización total de los tipos de interés regulados (en 1987), sin olvidar la reducción paulatina del coeficiente de caja, la eliminación de coeficientes obligatorios de inversión y la equiparación de la banca extranjera. Esto es, se ha producido una importante desregulación estructural del mercado financiero español que, junto con la expectativa del mercado único, ha originado numerosos movimientos en las entidades financieras nacionales (1).

De todos los efectos producidos en el entorno bancario español destacamos en este apartado únicamente los dos que consideramos más importantes, esto es, el aumento continuo de importancia de las cajas de ahorros y el crecimiento de la concentración del sector. El resto de acontecimientos del sector en cuanto a la caída de precios y márgenes, el descenso de beneficios y búsqueda de nuevas fuentes de ingresos y control de los gastos de explotación puede seguirse en numerosos trabajos (véase, por ejemplo, Carbó y Coello, 1997).

A pesar del intento de homogeneización de agentes financieros en el sistema bancario español, la evolución de la actividad financiera de las cajas de ahorros estuvo condicionada por la referencia obligada a los distintos coeficientes y restricciones competitivas respecto a la banca privada. La característica más importante que se observa desde la entrada de España en la Comunidad Económica

Europea (CEE) es que, simultáneamente a la equiparación paulatina con la banca, se produce en el sistema bancario español (SBE) una continua expansión del sector de las cajas de ahorros con un crecimiento muy superior al de los restantes grupos de entidades. El cuadro núm. 1 muestra una primera aproximación a la magnitud de este crecimiento.

Puede apreciarse que el incremento de las cajas en los activos totales, en términos reales, ha sido casi del 250 por 100 frente al 155 por 100 del SBE, aproximadamente, de modo que se ha ido elevando la importancia relativa de las cajas dentro del sistema a lo largo de los últimos veinte años. El número de oficinas abiertas al público de este colectivo se ha duplicado desde las 8.184 sucursales de 1977 hasta las 16.094 que existen a finales de 1996. En los empleados encargados de la atención al público ocurre algo parecido: ha crecido un 109 por 100, desde 41.863 hasta los 87.370 de 1996.

En cuanto a la importancia relativa que las cajas de ahorros tienen frente a la banca privada y las cooperativas de crédito, se constata que se ha producido un considerable crecimiento del peso específico de las cajas en el sistema crediticio español en detrimento de la banca. Es preciso tener en cuenta que las cajas son entidades eminentemente captadoras de recursos, financiando sus inversiones crediticias con depósitos de clientes, en tanto que los bancos básicamente conceden créditos a sus clientes previa financiación en el mercado interbancario. En el gráfico 1 se muestra la evolución en los últimos años de distintas partidas del balance para el conjunto del SBE.

La tasa de crecimiento de todas las variables consideradas (inversiones totales, volumen de crédito, cantidad de recursos ajenos y, muy especialmente, depósitos de otros sectores residentes) es muy superior en las cajas que en los demás grupos institucionales del sistema crediticio español, por lo que su cuota de mercado ha aumentado continuamente a lo largo de los últimos veinte años en torno a los 20 puntos porcentuales. Por su parte, las cooperativas de crédito se han mantenido siempre en un nivel reducido de importancia o peso relativo que

nunca ha superado el 7 por 100 del mercado nacional, aun cuando en algunos mercados geográficos concretos tienen una mayor relevancia.

En el lado del pasivo las cajas llegan incluso a superar a la banca alcanzando la barrera del 50 por 100, si bien esta afirmación debe ser matizada. En efecto, en los últimos años, como consecuencia de la menor rentabilidad producida por los depósitos frente a los fondos de inversión, muchos clientes han encaminado sus ahorros a inversiones más rentables que quedan fuera de los depósitos de otros sectores residentes. En este sentido, es conocido que los bancos poseen una cuota superior a la mitad del mercado, si bien en el último ejercicio su crecimiento ha sido inferior al experimentado por las cajas (véase el apartado III).

Respecto al tamaño y número de entidades del sector, se observa que el hecho más sobresaliente acaecido en el SBE ha sido la proliferación de fusiones, absorciones y compras de entidades que se han producido desde 1988, año de la creación del Banco Bilbao Vizcaya. De hecho, dicho año constituye un punto de inflexión en la evolución seguida por la concentración, ya que, hasta 1987 se produce un aumento significativo de la cuota de mercado de las entidades de tamaño mediano y pequeño, y a partir de 1988 son las principales entidades nacionales las que aumentan de forma considerable su cuota de mercado.

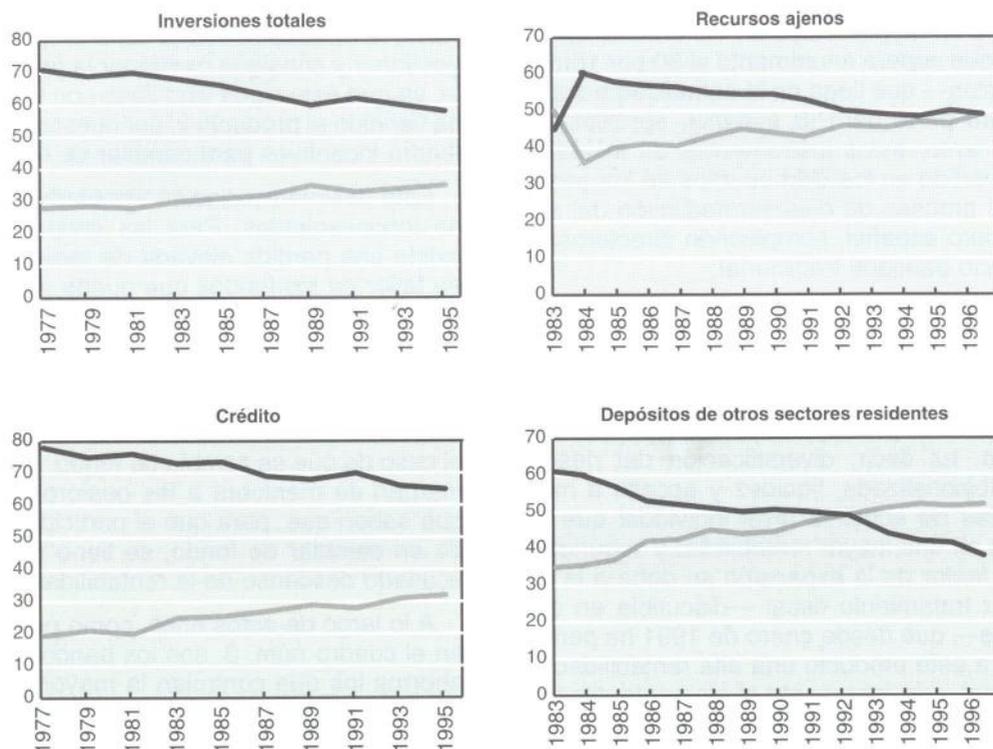
En estos momentos, como puede comprobarse en el cuadro núm. 2, se ha abierto una importante brecha entre la cuota de mercado en poder de las cinco mayores entidades y la que mantienen el resto de bancos y cajas de ahorros. La razón de la importante elevación de la concentración se debe a los numerosos agrupamientos, iniciados con la fusión de los Bancos de Bilbao y Vizcaya, seguido en 1990 con numerosas fusiones entre algunas de las principales cajas de ahorros, en 1991 con la creación del Banco Central Hispanoamericano y la reorganización de la banca pública en torno a la Corporación Argentaria, y en 1994 el Banco Santander adquirió a Banesto y su grupo (2).

CUADRO NÚM. 1
EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

Fecha	Activo total (mill. pesetas constantes)		Número de oficinas		Número de empleados	
	Cajas	SBE	Cajas	SBE	Cajas	SBE
1977	12.632	49.627	8.184	21.249	41.863	225.048
1980	13.773	54.584	9.309	25.786	54.110	247.199
1985	21.504	71.905	12.335	32.503	71.042	243.486
1989	32.038	88.648	14.944	34.511	83.026	248.276
1992	36.290	102.441	14.291	35.429	82.900	253.197
1996	43.901	126.276	16.094	37.079	87.370	242.221

Fuente: Banco de España y Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA).

GRÁFICO 1
PARTICIPACIÓN DE LAS INSTITUCIONES EN EL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL



Fuente: Banco de España.

III. NUEVOS PRODUCTOS, NUEVOS MERCADOS

Los retos que surgen en la competencia entre entidades financieras vienen marcados hoy día por la creación de la moneda única —el euro— y por la composición o el comportamiento del ahorro de las familias. Según las últimas previsiones se espera que continúe la transformación que se está observando en la colocación del ahorro, tendente a desplazarse desde los depósitos tradicionales hacia otro tipo de productos más sofisticados. Por ello, en las siguientes líneas se describen los últimos años

de este proceso de desintermediación. También, ante el reto del mercado único, se comentan otros dos puntos de referencia en la futura competencia de las entidades nacionales, esto es, el desarrollo de nuevas tecnologías en la banca y la expansión internacional de algunas entidades en busca de nuevos mercados.

1. Fondos de inversión

Los fondos de inversión en España cuentan con una larga tradición que se inicia con las primeras normas a mediados de los años sesenta. Pero no

CUADRO NÚM. 2
CONCENTRACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO ESPAÑOL

	1980	1987	1989	1992	1996
R1	10,1	8,0	10,1	10,1	10,8
R5	36,9	34,7	35,4	42,0	43,3
R10	56,8	54,8	52,5	59,3	60,3
R20	72,2	68,8	68,4	74,4	74,8
R100	98,3	98,9	98,9	99,8	99,9

Fuente: AEB, Banco de España y CECA.

es hasta 1991 cuando los fondos se consolidan como una alternativa popular de ahorro. Sirva de referencia que en 1990 el patrimonio de esta inversión suponía 1,2 billones de pesetas y en octubre de 1997 tenemos ya 25,7 billones de pesetas, esto es, en siete años se ha producido un incremento extraordinario —que supera anualmente el 60 por 100 en término medios— que llega en la actualidad a suponer la tercera parte del PIB español, aproximadamente. Por tanto, estos instrumentos de inversión se han convertido en los últimos años en los protagonistas del proceso de desintermediación del sistema financiero español, compitiendo directamente con el negocio bancario tradicional.

Las razones de este espectacular desarrollo de los fondos de inversión se deben fundamentalmente a tres factores. El primero viene determinado por las ventajas que para los pequeños y medianos inversores supone el poseer una participación en una gran cartera, es decir, diversificación del riesgo, gestión profesionalizada, liquidez y acceso a mercados difíciles de acudir a nivel individual que se materializan en una mayor rentabilidad y seguridad. El segundo factor de la expansión se debe a la reforma de su tratamiento fiscal —discutible en sus fundamentos— que desde enero de 1991 ha permitido ofrecer a este producto una alta rentabilidad financiero-fiscal, que representa el elemento diferenciador de este tipo de inversión frente al resto de activos financieros. Y el tercer factor ha sido la decisión de las entidades de crédito de comercializar masivamente este producto (3).

La fuerte vinculación que existe entre los fondos de inversión y las entidades de crédito aminora las características de un proceso de desintermediación pura, en el sentido de que la relación del demandante de fondos no es directa con el oferente de la inversión sin la intervención de una entidad financiera. Esta desintermediación, conocida como vinculada, ofrece ciertas ventajas tanto para los clientes como para las entidades bancarias. Al cliente se le ofrece

un producto con una buena rentabilidad financiero-fiscal que puede conseguir en su entidad financiera habitual sin tener que preocuparse de la reinversión de sus rendimientos ni de su declaración fiscal mientras mantenga su inversión en el fondo. Por su parte, la entidad bancaria tiene un producto fácil de gestionar y consigue mantener la fidelidad del cliente, ya que éste sigue vinculado con la entidad que le ha vendido el producto y, por cuestiones fiscales, no tendrá incentivos para cambiar de entidad.

Esta desintermediación vinculada no está exenta de inconvenientes. Para las entidades de crédito existe una pérdida elevada de recursos financieros en favor de los fondos que puede significar una reducción de los beneficios de dicha entidad. Y para los partícipes de los fondos existe el peligro de quedar atrapado en el fondo por el que apostó en un primer momento, ya que, debido a la legislación actual, no se permite mantener las ventajas fiscales en el caso de que se cambie de fondo. Ello concede un margen de maniobra a los gestores de los fondos que saben que, para que el partícipe esté interesado en cambiar de fondo, se tiene que producir un acusado descenso de la rentabilidad.

A lo largo de estos años, como puede apreciarse en el cuadro núm. 3, son los bancos y las cajas de ahorros los que controlan la mayor parte del patrimonio gestionado por los fondos de inversión. Actualmente, representan más del 92 por 100 del mercado. Sin embargo, la estrategia que han seguido ambos grupos institucionales en la captación del ahorro ha sido muy distinta. Por un lado, los bancos han concedido mucha más importancia que las cajas de ahorros a la captación del ahorro a través de los fondos de inversión y, por otro lado, los fondos vinculados a cajas de ahorros invierten un mayor porcentaje de su patrimonio en adquisiciones temporales de activo. Ello se refleja en la participación que tiene cada grupo en el patrimonio de fondos gestionado donde bancos y cajas representan un 63,4 y un 28,7 por 100 del mercado, respectiva-

CUADRO NÚM. 3
PATRIMONIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 (*)
<i>Volumen</i> (miles de millones de pesetas)	1,16	3,87	6,28	10,29	11,25	12,19	18,71	25,69
<i>Crecimiento</i> (%)	33,63	232,90	62,28	63,92	9,28	8,39	53,43	37,30
<i>Participación por grupos (%)</i> :								
Bancos	45,5	58,1	63,2	62,4	61,6	61,1	62,7	63,4
Cajas	38,3	31,2	27,6	27,9	28,8	29,1	28,5	28,7
Sociedades y agencias de valores ..	8,1	5,5	4,8	5,1	4,6	4,6	4,0	3,4
Compañías de seguros	4,1	2,7	2,5	2,5	2,6	3,0	2,7	2,3
Otros	4,0	2,5	1,9	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1

(*) Datos hasta octubre.

Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

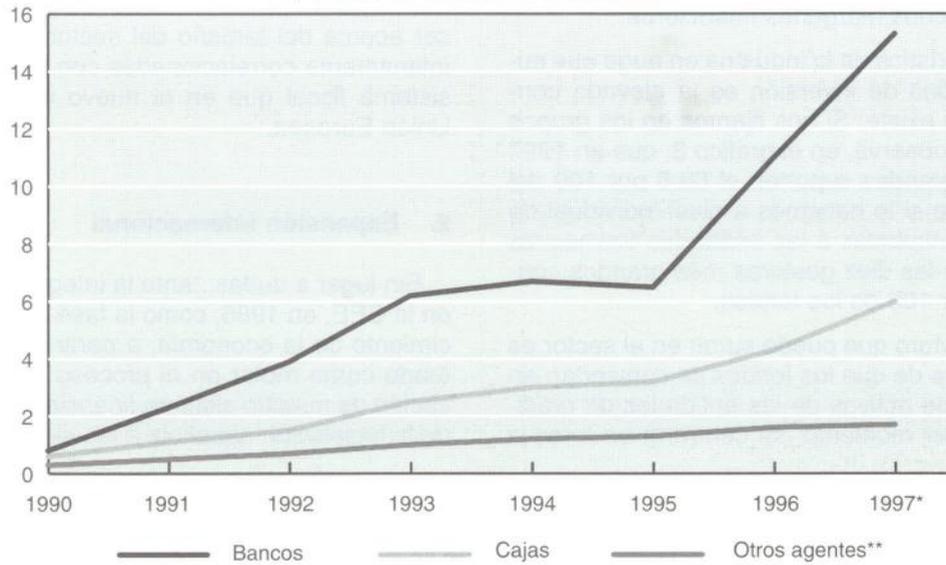
mente (véase el gráfico 2). Por eso, si se descuentan el efecto de los fondos de inversión se observa que la pérdida de cuota de mercado de la banca frente a las cajas ha sido mucho menor de lo que aparece cuando sólo analizamos el negocio denominado tradicional de las entidades financieras (mencionado en el apartado anterior).

Igualmente, habría que matizar o ampliar el análisis de estos instrumentos financieros para poder valorar el verdadero impacto que los fondos de inversión han tenido en el balance de las entidades financieras.

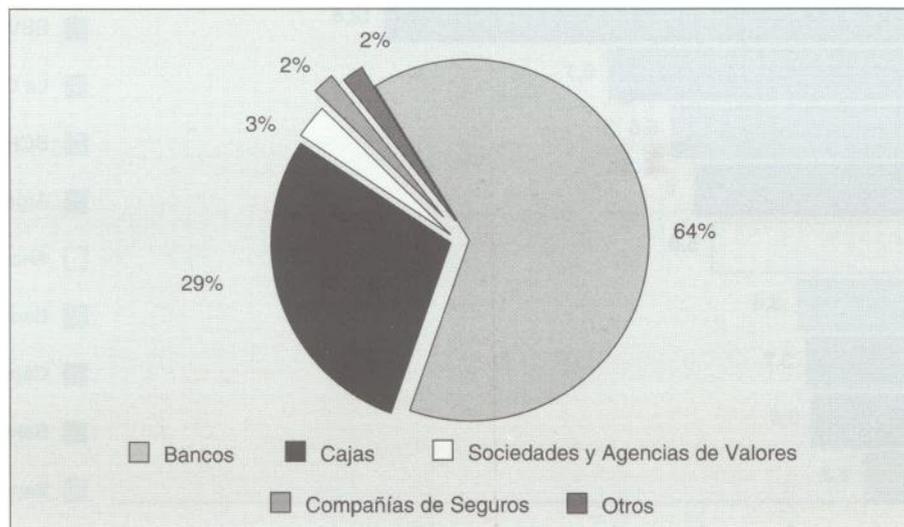
En este sentido, debe tenerse en cuenta que no todo lo que ha ido a fondos de inversión proviene de los balances bancarios, y que parte del patrimonio de los fondos vuelve a los balances de las entidades financieras a través de cesiones temporales de activos, depósitos y otros pasivos bancarios. Efectivamente, el efecto neto de los fondos de inversión sobre los beneficios de las entidades financieras depende de varios factores de distinto

GRÁFICO 2

A) Patrimonio de fondos de inversión



B) Cuota de mercado en 1997



* Datos hasta octubre.

** Incluye sociedades y agencias de valores, compañías de seguros y otros.

Fuente: CNMV.

signo. Por un lado, existe un efecto negativo en el trasvase de pasivos bancarios a fondos de inversión que se aminora cuando se tiene en cuenta que no todo el ahorro captado por los fondos proviene de los balances bancarios, y que una parte importante del patrimonio que gestionan es invertido de nuevo en pasivos bancarios. Y por otro, los fondos suponen una fuente de ingresos por la vía de las comisiones percibidas tanto para las entidades de crédito como para las otras entidades vinculadas con la entidad bancaria. Una ventaja adicional de los fondos para las entidades de crédito es que son una fuente estable de beneficios, independientemente de los riesgos del negocio típico bancario. Y este aspecto cobra especial importancia, ya que nos encontramos en un contexto de mercado muy competitivo con estrechos márgenes financieros.

Otra característica de la industria en auge que suponen los fondos de inversión es la elevada concentración que existe. Si nos fijamos en los grupos financieros se observa, en el gráfico 3, que en 1997 los diez más grandes suponen el 68,6 por 100 del mercado, y que si lo hacemos a nivel individual de las gestoras vinculadas a las entidades financieras se obtiene que las diez gestoras más grandes controlan el 56 por 100 de los fondos.

Un peligro futuro que puede surgir en el sector es el que se deriva de que los fondos se conviertan en competidores de activos de las entidades de crédito. En un primer momento, se centraría en torno a

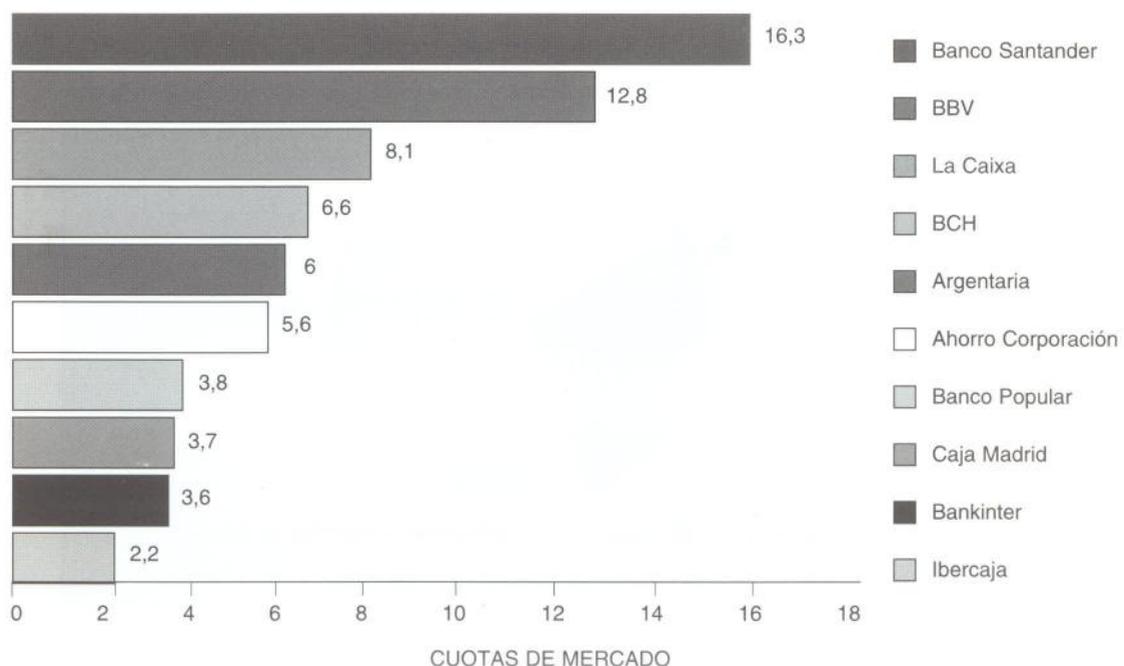
las grandes empresas, ya que los fondos suponen un claro incentivo para que coloquen emisiones de renta fija en vez de acudir al endeudamiento bancario. En la práctica, los valores privados adquiridos por los fondos vinculados a bancos y cajas son casi nulos tanto en términos absolutos de volumen de patrimonio como en magnitudes relativas de composición de carteras.

El verdadero futuro de los fondos de inversión, traspasado el año 2000, no es fácil de determinar. Existen análisis de cuál puede ser la distribución de activos financieros de las familias, de la competencia de instituciones extranjeras que comercialicen sus productos en España, de la ampliación de los mercados nacionales, etc. Pero es necesario reconocer que todas las predicciones que se puedan hacer acerca del tamaño del sector de fondos están íntimamente correlacionadas con la legislación y el sistema fiscal que en el nuevo siglo exista en la Unión Europea.

2. Expansión internacional

Sin lugar a dudas, tanto la integración de España en la CEE, en 1986, como la fase expansiva de crecimiento de la economía, a partir de 1985, han actuado como motor en el proceso de internacionalización de nuestro sistema financiero. La adaptación de la legislación española a las directivas comunita-

GRÁFICO 3
RANKING DE GESTORAS DE FONDOS



Fuente: CNMV.

rias y la participación activa en el proyecto de Unión Europea han sido fundamentales para la integración de las finanzas españolas, primero a escala europea y posteriormente a escala mundial. Igualmente, se considera que, tras la apertura exterior de la economía española, es inevitable que nuestro sistema financiero busque la integración a nivel internacional, ya que va a ser analizado y evaluado continuamente en un mundo económico más globalizado.

El proceso de internacionalización de la banca española está cobrando una particular y singular fuerza desde los inicios de la presente década, especialmente cuando se ha observado que un gran número de variables financieras está presionando sobre el futuro de la actividad bancaria más tradicional, esto es, la práctica de la banca al por menor de las entidades españolas descrito en el apartado anterior. Y ante esta coyuntura y el horizonte del euro, surge la necesidad de buscar fuentes adicionales de beneficio que permitan adaptarse a la nueva situación de paulatino deterioro del negocio tradicional español y de estrechamiento de los márgenes financieros a medida que aumenta el nivel de competencia entre los agentes de mercado integrado y se reducen los niveles de tipos de interés europeos.

Efectivamente, el estrechamiento de los márgenes financieros en el sistema bancario incentiva la búsqueda de nuevos mercados geográficos en el sector bancario. Y por la proximidad cultural, América Latina aparece como el área más apropiada para la expansión de la banca española. Al mismo tiempo, el sector bancario latinoamericano atraviesa una etapa de enorme dinamismo caracterizada por las fusiones, la internacionalización y las privatizaciones que los bancos españoles intentan aprovechar como una oportunidad de inversión. Es, por ello, que se está produciendo un incremento sustancial de la presencia de la banca española en la zona (4).

Este proceso creciente de globalización y expansión que vive la banca española está sustentado en varias hipótesis. En primer lugar, se plantea el interrogante sobre la dimensión óptima de la entidad financiera ante el futuro que se avecina, siempre con la búsqueda de mayores niveles de eficiencia que aumenten la competitividad individual. Simultáneamente, en la economía mundial se produce un acercamiento hacia mercados expansivos con el correlativo desplazamiento —en cuanto menor inversión— de mercados maduros, como el español dentro del futuro mercado único. También en el contexto financiero se constata que se camina hacia una explotación global de los recursos, las capacidades organizativas y tecnológicas que incentivan la expansión. Y, finalmente, una política de diversificación adecuada del riesgo fomenta igualmente la presencia en distintos mercados bancarios.

Una expansión internacional no se improvisa ni se puede hacer precipitadamente. La aproximación

a Europa requiere fórmulas económicas y financieras sofisticadas, ya que se trata de mercados maduros que tienen escasas posibilidades de adquisiciones y de altos costes. Sin embargo, existe una oportunidad coyuntural que favorece las inversiones, ya que nos encontramos en un momento del ciclo económico español favorable y, con la llegada de la Europa unida, se avanza en el proceso de consolidación y liberalización del sector financiero español. Ante esta tesitura, las entidades financieras españolas consideran que Iberoamérica es la zona más propicia para proceder a una expansión geográfica transfronteriza. Las principales razones que justifican esta argumentación optimista de inversión se resumen en los siguientes puntos:

- El idioma y la cultura común propicia la transferencia no sólo del factor capital sino también del factor humano y todo tipo de capacidades básicas de funcionamiento.
- La estructura de los mercados financieros iberoamericanos con una baja dimensión actual suponen un potencial de crecimiento que les hace especialmente atractivos.
- La poca competencia inversora, especialmente de la banca americana, hace que los costes de implantación en estos mercados sean asumibles.
- La importancia estratégica que puede suponer en el futuro esta área económica de cara a establecer alianzas o acuerdos con bancos europeos o americanos.
- El grado de bancarización de la economía es bajo, ya que apenas el 40 por 100 de las personas mayores de dieciocho años tiene o realiza operaciones bancarias; esto es, el negocio de la banca al por menor todavía tiene muchas posibilidades de crecimiento.

De la dinámica inversora bancaria española destacan especialmente tres grandes bancos, Banco Bilbao Vizcaya (BBV), Banco Central Hispano (BCH) y el Banco Santander. En conjunto, estos bancos españoles desde 1990 han invertido más de medio billón de pesetas, y su expansión en Iberoamérica se ha iniciado en los países de México, Chile, Argentina, Perú, Colombia y Venezuela. Hasta estos momentos, las entidades financieras en que participan se encuentran entre las más rentables y sólidas de la banca iberoamericana. También en Iberoamérica está presente el grupo Argentaria por medio del Banco Exterior de España (BEX), cuya actividad ha estado centrada en la potenciación y financiación del comercio entre España y Latinoamérica.

En cuanto al despliegue de la banca española en su proceso de expansión, se están siguiendo distintas estrategias de penetración, condicionadas en gran parte por las barreras de entrada y las legislaciones de cada uno de los países destinatarios de la inversión. Fundamentalmente, las entidades espa-

ñolas están utilizando tres modelos de establecimiento en los nuevos mercados que presentan ventajas e inconvenientes cada uno de ellos y que cada entidad española ha apostado por uno. Existe el modelo basado en la adquisición del 100 por 100 de las entidades iberoamericanas ya existentes de tal forma que la propiedad y la gestión pasa a manos españolas. En esta vía de actuación se encuentra el Banco Santander. Una segunda posibilidad es el modelo basado en la alianza continental a través de la constitución de un *holding* inversor en el continente latinoamericano, que ha sido la elección del Banco Central Hispano. Y se ha dado un tercer modelo de expansión basado en acuerdos con socios locales iberoamericanos, que supone el establecimiento de controles mayoritarios y desarrollo de la gestión del 100 por 100 por parte de la entidad española. Ésta es la alternativa adoptada por el Banco Bilbao Vizcaya.

La presencia en Iberoamérica de las cajas de ahorros españolas no es aún tan significativa. No obstante, es destacable el acuerdo que la Confederación de las Cajas de Ahorros (CECA) ha realizado con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y con la Agencia Española de Cooperación Internacional (AECI). El principal objetivo del acuerdo es la elaboración de programas de ayuda para las entidades de ahorro popular iberoamericanas. En un primer momento, se ha contactado con entidades de Colombia, Nicaragua y Paraguay, y se contempla que en breve se hará lo propio con Costa Rica, El Salvador, Perú y México. Asimismo, la CECA ha exportado a Centroamérica su sistema de medios de pagos y asesora el lanzamiento de la tarjeta monedero «Futura 3000».

No cabe duda de que las cajas de ahorros podrían desempeñar un importante papel en el continente de América Latina, ya que su orientación hacia el fomento y atención de las economías domésticas de ingresos reducidos les permitiría cumplir con su filosofía originaria de función social, a la vez que contribuirían enormemente a la bancarización de la población de menor nivel de renta. Por ello, cabe esperar que una mayor presencia de las cajas españolas en estos mercados bancarios no se haga esperar demasiado tiempo.

Lo importante es que todas estas actuaciones están conduciendo e impulsando a la banca iberoamericana hacia un proceso de renovación y transformación provocado por un desarrollo económico de internacionalización y por una corriente creciente de privatizaciones de las entidades estatales. En este contexto, el sector se prepara para la incorporación de las nuevas tecnologías, de las modernas formas de gestión, y la renovación de productos y servicios financieros tanto en la banca al por menor como en la banca de inversión. A su vez, esta dinámica plantea retos para las entidades españolas en cuanto que se requerirán ajustes organizativos y de gestión que deben ser solucionados con recursos

productivos en forma de amplios equipos de profesionales que verifiquen la idoneidad de los planteamientos estratégicos elegidos.

En todo caso, en la actualidad, el sistema bancario español es uno de los más competitivos del mundo y parece preparado para operar en condiciones similares a las de las entidades internacionales más eficientes, consiguiendo resultados económicos satisfactorios y proporcionando una labor de intermediación a las economías de los países donde prestan su actividad. La última sacudida de los mercados mundiales ralentizará el crecimiento en Latinoamérica, pero las perspectivas a medio y largo plazo son alentadoras. Los fundamentos económicos siguen sólidos y aunque es un mercado relativamente volátil es muy rentable a largo plazo. Claro está, nos estamos refiriendo a las posibilidades de inversión dedicadas a mercados emergentes como el iberoamericano, el asiático o el de Europa del Este.

3. Nuevos productos

La última de las grandes respuestas estratégicas del sector bancario español desde principios de los años noventa, que es el momento en el que se inicia una creciente competencia entre entidades, ha sido la oferta de nuevos servicios a sus clientes, englobados en el término del «banco en casa». Con el apoyo de las cada vez más sofisticadas técnicas informáticas y de comunicación, el cliente puede acceder a la información de sus cuentas financieras a través de un ordenador o través de la red telefónica; es decir, nos encontramos ante el desarrollo de la banca telefónica y de la banca electrónica —vía Internet—. Las entidades financieras que han iniciado este proceso de modernización están modificando la oferta de productos bancarios, la distribución de los mismos y, en consecuencia, la estructura de la relación con sus clientes. La razón que ha dado origen a estas alternativas de banca tradicional está en el deseo de lograr un mayor grado de fidelización —estableciendo ventajas diferenciales en la prestación del servicio—, en la necesidad de responder a un mercado cada vez más exigente y en una mayor agresividad comercial (5).

La banca telefónica, ya en pleno auge, se ha desarrollado con dos ópticas diferentes: una que contempla la creación de bancos independientes donde se ofrecen productos y servicios exclusivamente a través del teléfono, utilizando el correo para el envío de documentos; y otra, en una versión más integrada que ofrece un servicio adicional a su cartera de clientes supliendo o complementando la operativa de las sucursales bancarias sin llegar a ser un sustitutivo total de ellas. Este modelo de banca telefónica integrada supone, únicamente, la apertura de un nuevo canal de comercialización y distribución de los productos y servicios de la entidad. De he-

cho, salvo que se diseñen productos específicos para su distribución a través de la red telefónica o que existan algunos cuya comercialización por este canal sea inviable, las posibilidades que se ofrecen a través del teléfono suelen ser prácticamente idénticas a las que tienen los clientes que acuden a la sucursal.

Una de las claves del modelo de banca telefónica integrada estriba en que, al no crearse una entidad diferente, todos los clientes tradicionales del banco lo son automáticamente de la división de banca telefónica y viceversa. Por ello, el cliente puede elegir entre desplazarse a una sucursal y realizar su gestión a través del teléfono. A nivel de organización y control interno de la entidad se suele considerar que las operaciones hechas a través de la división de banca telefónica han sido efectuadas por la sucursal de la entidad en que tiene abierta su cuenta el cliente, pese a que éste no la haya visitado.

El esquema adoptado por aquellas entidades que decidieron crear un banco exclusivamente telefónico es totalmente distinto, ya que se basa en una organización propia, dedicada a la búsqueda de nuevos clientes a los que ofrece unos productos y servicios propios totalmente diferenciados de los de la casa matriz. Los productos que ofrecen estos bancos telefónicos están especialmente diseñados para su exclusiva comercialización a través de la red telefónica. Para acceder a la condición de cliente es preciso abrir algún tipo de cuenta en él, sin que sea suficiente con mantener cuenta en entidades del grupo. Por este motivo, se produce una competencia adicional entre el banco tradicional y su filial telefónica. En cualquier caso, la creación de una segunda marca aumenta las posibilidades de competir en el mercado con el resto de entidades bancarias, especialmente si éstas no son capaces de ofrecer productos similares.

Esta opción de crear una nueva entidad especializada permite eliminar las malas prácticas o ineficiencias estructurales que pudieran existir en la entidad matriz, puesto que los esquemas de funcionamiento parten de cero en la búsqueda de una mayor eficiencia. Sin embargo, este modelo de banca impone unos costes más elevados que el modelo integrado al exigir una estructura propia completamente nueva, perdiendo de esta manera los posibles beneficios de economías de escala con la entidad fundadora.

Por lo que se refiere a la clientela, la banca telefónica ofrece indudables ventajas de acceso respecto al modelo tradicional, dadas las crecientes dificultades para compaginar los horarios de trabajo del cliente con los propios de las oficinas bancarias. El cliente de banca telefónica puede reducir drásticamente el coste, en términos de tiempo, que debe emplear para efectuar cualquier tipo de transacción. Además este tipo de banca ofrece un servicio cuyo horario se extiende durante más horas que las jor-

nadas habituales de la red de oficinas y durante más días al año.

Esta mayor flexibilidad de acceso a los servicios bancarios resulta especialmente adecuada para todo tipo de profesionales y trabajadores, que no siempre pueden desplazarse a una sucursal durante los horarios de funcionamiento de éstas. Además, esta ventaja no supone coste adicional para el cliente, ya que las comisiones son similares —incluso inferiores— a las de los bancos tradicionales y el coste de la llamada telefónica suele ser gratis o compartida con la entidad. No obstante, la despersonalización del servicio de banca telefónica presenta ciertos inconvenientes en determinados segmentos de la población para los cuales las relaciones entre clientes y empleados resultan insustituibles.

Otros aspectos claves que la banca telefónica introduce son la facilidad o rapidez de adaptación a la situación del mercado y la resolución de las operaciones en tiempo real. Efectivamente, el modelo de banca telefónica presenta una mayor agilidad al permitir adaptarse con gran rapidez a cualquier situación cambiante que la estrategia comercial crea necesario modificar. Solamente es necesario enviar las nuevas orientaciones al centro donde se gestiona el servicio telefónico, quien a su vez, por medio de los operadores telefónicos, puede comunicarse con los clientes. Además, el seguimiento directo en un solo centro de operaciones permite realizar un ajuste flexible de los recursos necesarios que se necesitan en función de la demanda de servicios bancarios. En cuanto a la resolución de las operaciones en tiempo real, la comunicación con el cliente no concluye hasta que la transacción ordenada ha sido procesada con lo que se reducen notablemente el volumen de tareas administrativas que debe efectuar la entidad.

En España, la banca telefónica ha dejado de ser un instrumento marginal y dirigido hacia una elite de clientes para convertirse en uno de los elementos competitivos de mayor importancia en el panorama bancario actual. Este movimiento, cada vez más extendido, va a motivar que incluso las entidades más reacias a ofrecer este tipo de servicio se vean obligadas a hacerlo siguiendo una estrategia defensiva destinada a no perder la base de clientes interesados en este modelo de banca. En cualquier caso, las cualidades intrínsecas de la banca tradicional pueden trasladarse a la banca directa ya que no cabe duda de que constituyen un desarrollo con futuro que, probablemente, se va a convertir en imprescindible.

En los próximos años, se cree que los hábitos de consumo, de ocio, de trabajo y, por supuesto, de inversión financiera de la población europea se van a ver radicalmente modificados. El atractivo de las novedades técnicas, la simplicidad y la rapidez de acceso a la tecnología informática revolucionará el

universo cotidiano, llegará «la era virtual» a la economía y, en el sector que nos ocupa, esto significa la llegada de la «banca cibernética». Sin embargo, esta modificación no es previsible que se produzca de forma inmediata y a gran escala, puesto que los clientes necesitan cierto tiempo antes de reconocer todas las ventajas de los nuevos procesos de comunicación, su comodidad, su economía y su simplificación. Los bancos tradicionales deben aprovechar esta demora para crear canales de distribución adecuados que hagan frente a los retos que el mundo de la tecnología les va a plantear.

Finalmente, como ejemplo de estrategias comerciales que en un futuro no muy lejano van a empezar a implantarse en nuestro sector financiero, mencionemos que los almacenes de datos o *data warehouse* están en el punto de mira de las grandes entidades españolas. La creciente competitividad y la demanda de un trato muy personalizado son dos de los aspectos que impulsan a las entidades financieras a la inversión en este tipo de productos. La adquisición de esta tecnología por parte del entorno financiero —que posteriormente se extenderá al resto de sectores económicos— está enfocada hacia la optimización de las bases de datos de clientes de bancos y cajas, como fórmula para rentabilizar al máximo dicha información. Se cree que el *data warehouse* se implantará especialmente para la segmentación de la clientela de forma que facilite las acciones de *marketing* y gestión comercial, para el análisis de la rentabilidad de productos y para el estudio de los factores de riesgo y morosidad que tiene cada grupo de clientela.

IV. LAS ENTIDADES DE DEPÓSITO ESPAÑOLAS ANTE LA COMPETENCIA TRANSFRONTERIZA

Una vez estudiados la situación actual y el futuro de la competencia bancaria desde la óptica de la pugna entre entidades financieras de nuestro país, es conveniente profundizar sobre la incidencia de la potencial competencia externa tras la implantación del euro. En este contexto, la moneda única es un paso más —aunque sin duda de mayor trascendencia económica y estratégica al eliminar una barrera económica central como es el riesgo de tipo de cambio— en el proceso de integración en Europa que inició nuestro sistema bancario en 1986 con la incorporación de España a la CEE y que se reforzó con el mercado único en 1993. No obstante, los resultados de esta experiencia reciente son un necesario punto de partida para reflexionar sobre cuál puede ser el futuro impacto de la competencia transfronteriza en el sector bancario español.

El proceso de integración financiera en el contexto de la UE —cuyo evento más importante hasta la fecha ha sido la culminación del mercado único— ha alcanzado en buena parte aunque no con el al-

cance o rapidez previsto, los objetivos que pretendía para el sector bancario: un comportamiento más competitivo por parte de las entidades que operan en el mismo y una mayor orientación hacia el mercado (6). Aunque las optimistas previsiones de Cecchini sobre la convergencia en precios de los servicios financieros y sobre la actividad transfronteriza (Commission of the European Communities, 1988) no se han cumplido plenamente, sí que se han observado algunas de las conductas previstas por Cecchini como el interés prioritario del conjunto de las entidades financieras por mejorar su eficiencia productiva —a través de la reducción del peso de los costes de transformación—, su asignación de recursos propios y la gestión de sus riesgos. No obstante, aun reconociendo la importancia de la liberalización financiera en la UE en este proceso, no se puede ignorar que otros factores —como el impacto de la globalización o de las innovaciones tecnológicas— han contribuido también de forma determinante a explicar el comportamiento crecientemente competitivo de las entidades bancarias europeas.

Hasta la fecha, el mayor impacto de la integración europea sobre los niveles de competencia transfronteriza en el sector bancario se ha dejado sentir en el segmento mayorista (European Commission, 1997). Éste es un tipo de actividad con menores barreras de entrada —no es necesaria una extensa red de oficinas— y en el que las aplicaciones tecnológicas permiten una entrada más fácil a nuevos competidores. Por todo ello, se puede afirmar que desde hace unos años existe un mercado bancario mayorista con un elevado grado de integración —como preveía Cecchini— en Europa. En todo caso, la creciente competencia en la actividad financiera al por mayor ha reducido considerablemente los márgenes financieros de las operaciones en este segmento durante la última década. No obstante, el favorable comportamiento alcista de los mercados de capitales internacionales hasta fechas recientes ha compensado, en gran medida, las presiones sobre los márgenes unitarios y ha dado lugar a sustanciales ganancias en este negocio.

Como se evidencia en el cuadro núm. 4, las mayores reducciones en los precios bancarios desde la implementación del mercado único han sido en los productos del segmento mayorista. Por su parte, en el segmento minorista, la disminución ha sido menor, aunque en ciertos sectores bancarios nacionales —el español entre ellos— la caída ha sido sustancial, pero probablemente debido más al reforzamiento de la competencia interna que a la de carácter transfronterizo.

En todo caso, la situación del segmento bancario minorista —al que pertenecen la mayor parte de las entidades de depósito españolas, en especial, cajas de ahorros y cooperativas de crédito— en la UE es bien distinta al mayorista. Los mercados para este tipo de negocio están todavía muy fragmentados y, por consiguiente, se está todavía lejos de la conse-

CUADRO NÚM. 4
VARIACIONES EN LOS PRECIOS DE DIFERENTES TIPOS DE PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS
DESDE LA ENTRADA EN VIGOR DEL MERCADO ÚNICO

Producto	Irlanda	Reino Unido	Francia	Alemania	España	Portugal	Bélgica	Holanda	Grecia	Dinamarca	Italia	Unión Europea
Préstamos para grandes empresas	-44	-22	-47	-32	-42	-19	-27	-22	-39	-36	-25	-29
Préstamos para pequeñas empresas ..	-43	-22	-41	-26	-41	-18	-25	-23	-25	-21	-16	-24
Préstamos minoristas consumo	-43	-25	-37	-8	-36	-4	-21	-24	-26	-25	-12	-21
Préstamos hipotecarios minoristas	-26	-29	-41	-19	-45	-30	-23	6	-39	-31	-18	-16
Depósitos de grandes empresas	-40	-21	-42	-31	-26	-29	-27	-22	-28	-18	-11	-25
Depósitos de pequeñas empresas	-37	-19	-35	-29	-29	-30	-27	-30	-30	-13	-8	-24
Depósitos clientes minoristas	-37	-11	-35	-30	-28	-25	-27	-32	-30	-31	-4	-23

Nota: Los precios se definen como el margen entre el tipo de interés cobrado/pagado al cliente y el tipo del mercado monetario. Se excluyen las variaciones en el margen debidas a los efectos del ciclo económico.

- 50 significa «gran disminución»; - 25 significa «pequeña disminución»; 0 «no ha habido cambios significativos»; 25 es un aumento pequeño y 50 es un aumento grande.

Fuente: European Commission (1997, cuadros 4.1 y 4.3).

cución de un sector bancario minorista integrado en Europa. La causa fundamental que explica la segmentación de este sector es la existencia de diversas e importantes barreras de entrada. Los costes de entrada en la actividad financiera minorista —una extensa red de sucursales es condición necesaria— son, probablemente, la barrera más importante. En numerosos casos, la preferencia de los consumidores por las entidades y activos financieros nacionales es otra clara barrera de entrada, que se va erosionando con la mayor cultura financiera de los clientes bancarios y con el impacto de las nuevas aplicaciones tecnológicas. Sin embargo, existen otras barreras —menos estudiadas— de tipo legal, fiscal y social que no facilitan la competencia transfronteriza. Dentro de estas últimas barreras —que, con frecuencia, se presentan de forma muy sutil—, destacan cuatro: la concentración y su relación con la política de competencia de los diferentes países, el tratamiento fiscal, la regulación laboral en el sector y la persistencia de algunos «subsidijs» a las entidades nacionales (European Commission, 1997).

Anteriormente pudimos observar que durante los últimos años, coincidiendo en el tiempo con la implantación del mercado único, se ha acentuado la concentración del sector bancario español. Ello también ha acontecido en la mayor parte de los países de la UE (7). Un elevado grado de concentración en el sector no parece jugar en favor de los intereses de los usuarios o consumidores de servicios bancarios. Asimismo, tiende a inhibir la posible entrada de competidores extranjeros.

El régimen fiscal de buena parte de los países europeos también genera distorsiones en la estructura y competencia de sus mercados financieros y bancarios. Las divergencias nacionales en las ventajitas fiscales de productos como los préstamos hipotecarios (para la adquisición de vivienda), los seguros de vida, los fondos de inversión y pensiones, así como otros instrumentos de ahorro, no facilitan la creación de un sistema financiero integrado en la UE y alte-

ran la estructura de mercado del sector. Asimismo, las distintas facilidades fiscales estimulan distorsiones en los diferentes sectores financieros nacionales a través de los movimientos de capitales. Por todo ello, todavía queda un largo camino por recorrer para alcanzar una cierta homogeneidad en el tratamiento fiscal de las inversiones financieras en Europa, que no genere distorsiones en la estructura de mercado y competencia del sector. En todo caso, las autoridades monetarias por un lado, y las entidades financieras españolas, por otro, deberán estar muy atentas a la competencia transfronteriza de entidades residentes en países con un régimen impositivo favorable para las inversiones financieras y que puede ser muy importante para ciertos productos —inversión colectiva, entre otros—.

Las disparidades en el mercado de trabajo y regulación laboral del sector bancario en los países de la UE son otra fuente de distorsiones competitivas. El elevado grado de flexibilización del sector bancario británico —que durante la última década ya ha experimentado un sustancial ajuste o racionalización del número de empleados y de sus niveles salariales— contrasta con la rigidez de países como Alemania, Italia, Francia o España. En estos últimos países, con claros signos de sobrecapacidad en sus respectivos sistemas bancarios, la normativa laboral puede ser un obstáculo para aquellas instituciones que desean reestructurar su fuerza de trabajo, como forma de acrecentar su eficiencia en mercados crecientemente competitivos.

La última barrera a la plena competencia transfronteriza es la existencia de determinados «subsidijs» —explícitos o sutiles— por parte de las autoridades monetarias a todas o a algunas de sus entidades nacionales. Para muchos analistas, la fijación de primas lineales en el seguro de depósitos beneficia a aquellas entidades que asumen mayores niveles de riesgo. Por otro lado, la función de los bancos centrales como «prestamistas de última instancia» y el mayor apoyo que reciben las entidades

bancarias grandes por parte de las autoridades supervisoras cuando éstas experimentan dificultades —la doctrina denominada «demasiado grande para caer», *too big to fail*— parece jugar más en favor de las instituciones nacionales, entre otras razones, por su mayor importancia cuantitativa. La existencia de esta «red de seguridad» puede entenderse como un fallo del mercado, pero su contribución, desde una óptica macroeconómica, a la estabilidad monetaria y financiera y, desde la perspectiva microeconómica, a la protección del ahorrador, justifican su presencia. En cualquier caso, y en términos de su impacto competitivo, que es lo que nos ocupa, las diferencias —en muchos casos, sutiles— en el apoyo y «subsidios» por parte de las autoridades monetarias a entidades nacionales y extranjeras, son, en principio, otro obstáculo para la plena competencia transfronteriza.

En suma, todavía existen cuantiosas e importantes barreras a la competencia bancaria transfronteriza, tal y como ha mostrado el repaso anterior. Sin embargo, buena parte de estas barreras probablemente van a irse erosionando en el futuro conforme el impacto de la unión monetaria —especialmente si viene acompañado de una mayor homogeneidad y armonización en materia fiscal, laboral y de política de competencia— y de las nuevas innovaciones tecnológicas aplicadas a los canales de distribución se deje sentir en el sector.

La fortaleza de las entidades de depósito nacionales y la importancia de las citadas barreras de entrada (8) se ha reflejado en la evolución de la banca extranjera —tanto de dentro como de fuera de la UE— en España durante los últimos años. El cuadro núm. 5 recoge las principales cifras cuantitativas de las entidades financieras no españolas, del total de la banca nacional y del conjunto de entidades de depósito que operan en nuestro país. A 31 de diciembre de 1996, 56 entidades bancarias extranjeras operaban en nuestro país, siete más que a principios de la década. Sin embargo, su peso relativo en el número de oficinas, empleados, re-

ursos ajenos y créditos ha disminuido en los últimos seis años. En 1990, sus 144 oficinas representaban el 0,88 por 100 del total de la banca y el 0,40 por 100 del conjunto del sistema bancario, porcentajes que han caído, con sus 134 sucursales a finales de 1996, hasta el 0,76 y 0,36 por 100, respectivamente. Por lo que hace referencia al número de empleados, el peso relativo de la banca extranjera en 1990 era de 2,35 por 100 del total de la banca y del 1,47 del conjunto del sistema bancario, mientras que en 1996 eran de 2,40 y de 1,41 por 100, respectivamente. En cuanto a las cuotas de negocio, su participación en los recursos ajenos ha aumentado desde el 1,65 por 100 del total de la banca en 1990 hasta el 1,75 en 1996; sin embargo, en términos del total de entidades de depósito —comparación de mayor relevancia— su cuota ha disminuido ligeramente desde el 1,03 por 100 de 1990, hasta el 1,01 por 100. Por último, en términos de créditos sobre clientes —negocio en el que han mantenido una mayor implantación—, su cuota ha pasado del 8,48 al 8,79 por 100 del total de la banca durante el sexenio 1990-1996, mientras que en relación a todo el sector bancario ha decrecido, pasando del 5,49 al 5,19 por 100 en el mencionado período.

El conjunto de estas cifras revela que la importancia cuantitativa de la banca extranjera en España es marginal y, además, ha tendido a decrecer en los últimos años, como se observa en la comparación con el conjunto de entidades de depósito. No obstante, los retos de futuro —euro, globalización y expansión de los nuevos canales tecnológicos de distribución, factores todos que implican una clara reducción de las barreras— obligan a las entidades financieras españolas a prepararse de forma adecuada ante la potencial competencia transfronteriza. Por ello, parece conveniente analizar cuál es la situación actual de las entidades financieras españolas a nivel europeo e internacional, para poder evaluar su posible grado de respuesta ante los desafíos competitivos que se avecinan. La comparación internacional de la dimensión y de los principa-

CUADRO NÚM. 5
LA BANCA EXTRANJERA EN ESPAÑA (1990, 1996)

	1990			1996		
	Banca extranjera (*)	Total banca	Total entidades de depósito	Banca extranjera	Total banca	Total entidades de depósito
Número de instituciones	49	154	327	56	156	313
Número de oficinas	144	16.325	35.234	134	17.674	37.080
Número de empleados	3.698	157.010	251.587	3.435	142.827	242.221
Débito a clientes (miles de millones de pesetas)	414	25.099	40.010	661	37.623	65.377
Créditos sobre clientes (miles de millones de pesetas)	1.689	19.919	30.753	2.826	32.126	54.471

(*) Incluye las sucursales de bancos extranjeros con sede tanto dentro como fuera de la Unión Europea.

Fuente: Banco de España, AEB y elaboración propia.

CUADRO NÚM. 6
LOS BANCOS Y CAJAS DE AHORROS ESPAÑOLES
EN LOS RANKINGS INTERNACIONALES (1990-1996)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
1. Top 100 World Banks							
1.1. Número entidades españolas	36	45	45	41	35	36	39
1.2. Posición de la primera entidad española ..	37. ^a (BBV)	31. ^a (BCH)	43. ^a (BBV)	51. ^a (BBV)	52. ^a (BBV)	47. ^a (BBV)	45. ^a (B. Santander)
2. Top 500 European Banks							
2.1. Número de entidades españolas	50	48	47	47	45	45	45
2.2. Posición de la primera entidad española ..	19. ^a (BBV)	16. ^a (BCH)	22. ^a (BBV)	20. ^a (BBV)	23. ^a (BBV)	23. ^a (BBV)	24. ^a (B. Santander)

Fuente: *The Banker* y elaboración propia.

les indicadores de rentabilidad, eficiencia y solvencia de bancos y cajas de ahorros españolas arrojará luz sobre la actual posición competitiva de las entidades de depósito españolas.

La presencia numérica de los bancos y cajas españoles en los *ranking* internacionales no es despreciable y se ha mantenido desde 1990 en torno a 40 entidades entre las mil de mayor dimensión del mundo (*Top 1000 World Banks*) y 45 en las quinientas más grandes de Europa (*Top 500 European Banks*) (cuadro núm. 6). Esta notable abundancia de entidades contrasta, de alguna forma, con la carencia de alguna entidad financiera española que figure entre las diez o quince más grandes del mundo o de Europa. El banco de mayor dimensión en nuestro país en la actualidad, Banco Santander, solamente ocupa la posición 45 a nivel mundial y la 24 a nivel europeo, lo que es indicativo de que, a pesar de las fusiones que han tenido lugar en el sector, no existe ningún «megabanco» en España.

El tamaño es para numerosos analistas una variable que jugará un papel crucial en la futura competencia bancaria en la unión monetaria europea (9). La importancia de la dimensión está más relacionada con cuestiones estratégicas y de negocio que con el logro de una mayor eficiencia productiva, aspecto este último sobre el que la evidencia empírica no es, en absoluto, concluyente (10). Las nuevas estrategias de diversificación de negocio (por ejemplo, el modelo *bancassurance* o la entrada de algunas entidades en el negocio mayorista de la banca de inversiones) exigen una mayor escala de las operaciones, y por tanto, un mayor tamaño de entidad. Por otro lado, el horizonte de la moneda única está impulsando una creciente presión de los cada vez más globalizados mercados de capitales para la consecución de un mayor tamaño por parte de las entidades financieras.

Esta aparente necesidad por una mayor dimensión puede ser cubierta de diferentes formas. Por ejemplo, como ya hemos visto anteriormente, una actitud de fuerte dinamismo en materia de estrate-

gias ha permitido a algunas entidades financieras españolas (BBV, Banco Santander, CECA, etc.), con una menor dimensión que los grandes bancos internacionales, liderar la expansión en ciertos mercados internacionales, como Latinoamérica. Por otro lado, las alianzas estratégicas y la cooperación entre entidades financieras pueden lograr muchos de los objetivos de una mayor dimensión. Todo ello demuestra que el aumento de la dimensión, por importante que parezca, no es la única alternativa estratégica para hacer frente a la futura competencia internacional.

Respecto a los indicadores de rentabilidad, eficiencia y solvencia, hay que indicar que los datos existentes más recientes para una muestra de grandes bancos y cajas de ahorros de los principales países de la UE, indican que los niveles de las entidades de depósito españolas obtienen una comparación favorable (cuadro núm. 7) (11). La rentabilidad nominal sobre recursos propios de los bancos y cajas de mayor dimensión en 1996 fue sustancialmente superior al de la media de la muestra de entidades de Alemania, Italia y Francia. Solamente la media de ROE de los bancos del Reino Unido de la muestra, que alcanzaron excelentes resultados en 1996, superó a la media española. También salen favorecidas las entidades financieras españolas en términos de eficiencia, medida según el cociente «costes de explotación/margen ordinario», ya que presentan un nivel medio de 57,52 por 100 en 1996, significativamente menor al de los otros cuatro países.

Por lo que hace referencia al grado de capitalización, las entidades financieras españolas de la muestra mantuvieron una media del 5,44 por 100 de la *ratio* «recursos propios Tier 1/activos totales» en 1996, valor notablemente superior al de Francia, Alemania y Reino Unido y, en menor medida, al de Italia. Este elevado grado de capitalización realza todavía más el nivel de rentabilidad sobre recursos propios antes comentado, ya que la *ratio* de capital es el divisor de este indicador.

CUADRO NÚM. 7
RATIOS DE RENTABILIDAD, EFICIENCIA Y SOLVENCIA DE LOS SECTORES BANCARIOS
DE LOS CINCO MAYORES PAÍSES DE LA UNIÓN EUROPEA
(Muestra de entidades *The Banker*, datos 1996)

	<i>Alemania</i>	<i>Francia</i>	<i>Italia</i>	<i>Reino Unido</i>	<i>España</i>
Número de entidades de la muestra	83	21	65	31	39
Rentabilidad sobre recursos propios (%)	12,59	7,55	6,20	27,37	17,02
Costes de explotación/margen ordinario (%)	58,41	63,58	64,39	60,39	57,52
Recursos propios Tier 1/activos totales (%)	2,93	4,03	5,39	4,73	5,44

Fuente: The Banker (julio 1997).

En suma, los aspectos cuantitativos —rentabilidad, eficiencia y solvencia— de las entidades financieras españolas revelan que éstas tienen margen de maniobra para poder hacer frente a los desafíos futuros de la competencia bancaria. Respecto a la dimensión, es previsible un incremento del nivel medio de la misma como respuesta a la globalización y al euro. En todo caso, no se pueden olvidar ciertos factores cualitativos, tales como el dinamismo, cooperación e innovación que están presentando buena parte de las entidades de depósito españolas en sus estrategias y que pueden suplir, en cierta medida, la posible falta de dimensión de un buen número de bancos y cajas españoles.

V. PREVISIONES PARA EL FUTURO

A partir de todo lo anterior, se pueden plantear, aunque sea a mero nivel tentativo, algunas previsiones cuantitativas y cualitativas sobre el impacto de la UME en la competencia bancaria. De nuevo, no se puede ignorar que además del euro, la competencia también sentirá los efectos de la globalización y de la eliminación de numerosas barreras a través de las innovaciones tecnológicas.

Cuatro son los aspectos sobre los que se van a realizar previsiones: negocio, tipos de interés, cuenta de resultados y concentración del sector. En nuestra opinión, el nuevo marco competitivo se reflejará en estas áreas del modo siguiente:

A) *Negocio mayorista y minorista*: como ya ha acontecido en las diferentes etapas y eventos de la integración financiera en la UE —léase, entrada en la Comunidad Europea y Programa de Mercado Único—, el negocio mayorista va a ser el que percibirá de forma más rápida el impacto de la creación del euro. Por un lado, este segmento —por exigencias de su clientela, grandes empresas, inversores institucionales, etc.— empezará muy probablemente a operar en euros desde el comienzo de la unión monetaria europea por lo que, para entonces, las entidades financieras deberán ser competitivas en productos y servicios en la nueva moneda, si no desean perder negocio. Por otro lado, es probable una

rápida transformación de los mercados financieros europeos, marcada por el reforzamiento de la competencia y la concentración de los mismos, por lo que las entidades financieras locales dedicadas al negocio mayorista pueden verse perjudicadas (12).

El negocio minorista, al que le hemos concedido una mayor importancia en el enfoque de este trabajo, en cambio, sufrirá un impacto más gradual en su grado de competencia, aunque no por ello las transformaciones que se produzcan a medio y largo plazo en este segmento serán menos significativas. Efectivamente, parece poco probable que el impacto de la competencia transfronteriza a corto plazo vaya a ser muy intenso, debido a las importantes barreras de entrada todavía existentes en el sector. Específicamente la amplia red de oficinas de las entidades financieras minorista de nuestro país sería la principal barrera de entrada para la competencia exterior. Sin embargo, esa misma tupida red de sucursales es la que podría generar dificultades a medio y largo plazo, por los elevados costes de transformación que implica. La no racionalización de estos últimos, podría ser un serio problema para el logro de rentabilidades suficientes en las entidades de depósito españolas en un contexto de intensa competencia y de tipos de interés reducidos y estables.

A lo largo del presente número de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO, se ha observado que los costes y dificultades de adaptación de las entidades financieras a la moneda única son considerables. Estos costes y problemas tienen una sustancial incidencia en los niveles competitivos del sector bancario. Las dificultades más importantes para una adaptación completa al euro se sitúan en la disponibilidad de la capacidad de gestión necesaria para diseñarlas, coordinarlas y controlar su introducción en un plazo relativamente reducido de tiempo. En nuestro país, estos obstáculos están siendo identificados y resueltos —en buena parte— por los trabajos de las asociaciones y federaciones que engloban a los distintos tipos de entidades (AEB, CECA, cajas rurales). Sin embargo, para las entidades financieras de mediana y reducida dimensión —como es el caso de la mayoría de cajas de ahorros y

cooperativas de crédito españolas— el esfuerzo pudiera ser muy gravoso debido a que el impacto del euro sobre ellas es mayor en la medida en la que los costes de adaptación tienen un importante componente fijo. Ante este esfuerzo considerable, las entidades financieras de menor tamaño podrían tratar de instrumentar, en un principio, un ajuste de adaptación mínimo, lo que podría entrañar riesgos significativos ya que otros competidores de mayor tamaño, durante el período transitorio 1999-2002, podrían sacar ventaja por su mayor capacidad de ofrecer productos y servicios en euros desde el primer momento. Asimismo, los riesgos derivados de minimizar el ajuste se multiplicarían si el uso del euro fuera extenso desde el 1 de enero de 1999, tanto en mercados monetarios y de capitales como en la actividad de los agentes económicos.

Por último, parece oportuno indicar algunos de los productos sobre los que es más probable que la competencia se acentúe. Por un lado, en el negocio de balance, es muy probable que los préstamos hipotecarios sean el segmento que continúe atrayendo más competencia. En el fortalecimiento de la competencia en este segmento influirán, sin duda, las posibilidades legales de cambio y renegociación de las condiciones de las hipotecas —gracias a la Ley 2/1994 sobre subrogación y modificación de préstamos hipotecarios y a los acuerdos entre AEB y CECA—, y la tendencia a la baja de los tipos de interés. En todo caso, las entidades de depósito españolas podrán seguir gozando de ventajas competitivas debido a su mejor conocimiento de los prestatarios locales a la hora de evaluar riesgos, por lo que el incremento de competencia se producirá, fundamentalmente, entre entidades nacionales. Por otro lado, en el negocio de fuera de balance se reforzará la competencia en los productos de inversión y de previsión, segmentos con expectativas de crecimiento muy atractivas. En este negocio —que incluye fondos de inversión y de pensiones y seguros de vida—, la competencia de las entidades extranjeras puede ser mayor, por las mayores posibilidades de comercialización de estos productos sin la necesidad de disponer de una tupida red de oficinas.

B) *Tipos de interés*: la convergencia de los tipos oficiales y monetarios españoles hacia los de la futura UME —con los tipos alemanes como principal referencia— ha sido evidente en los últimos años, aunque todavía queda una parte de esa aproximación (a la baja) por recorrer en los próximos meses (13). En cualquier caso, este ajuste de los tipos monetarios españoles muy probablemente afectará a la estructura general de los tipos de interés en España. Sin embargo, esta convergencia no necesariamente se traducirá en que todos y cada uno de los tipos de los diferentes mercados se igualen a los europeos. Algunos de ellos, en particular los del segmento minorista —como los hipotecarios— pueden continuar manteniendo diferencias con los niveles europeos durante algún tiempo.

En este último contexto, la evidencia empírica reciente sugiere que la competencia tiene mucho que decir al respecto. El ejemplo más claro en nuestro país ha sido la evolución de los tipos de los préstamos con garantía hipotecaria desde 1993. Este negocio de activo ha sido, sin duda, el que ha presentado el mayor fortalecimiento de la competencia desde la citada fecha. Ello ha llevado a una caída espectacular de los tipos hipotecarios en España desde 1993, que ha supuesto reducir el diferencial de casi ocho puntos existente con Alemania a primeros del citado año, a algo menos de un punto en 1997 (gráfico 4). Respecto a la media de la UE, la convergencia a la baja también ha sido notable, al pasar de un diferencial de algo más de tres puntos en 1993 a tener tipos hipotecarios ligeramente inferiores a los del promedio comunitario. Esta intensa caída de los tipos de interés sería todavía más notoria si se consideraran los tipos marginales de las nuevas operaciones hipotecarias, en vez de los tipos medios.

Con todo, no cabe esperar grandes reducciones en los tipos de estos segmentos con una competencia tan fuerte, ya que los márgenes son ya muy reducidos. Por su parte, tras la implantación de la UME, la influencia de las entidades extranjeras en los tipos de este negocio depende, en gran medida, del éxito de los demandantes finales de fondos en la obtención de financiación en intermediarios de otros países. No obstante, en este último caso, la prima de riesgo que esas instituciones asignarán a unos prestatarios desconocidos y distantes será un obstáculo importante para que la competencia extranjera sea determinante en la evolución de los tipos de interés minoristas como el de los préstamos con garantía hipotecaria.

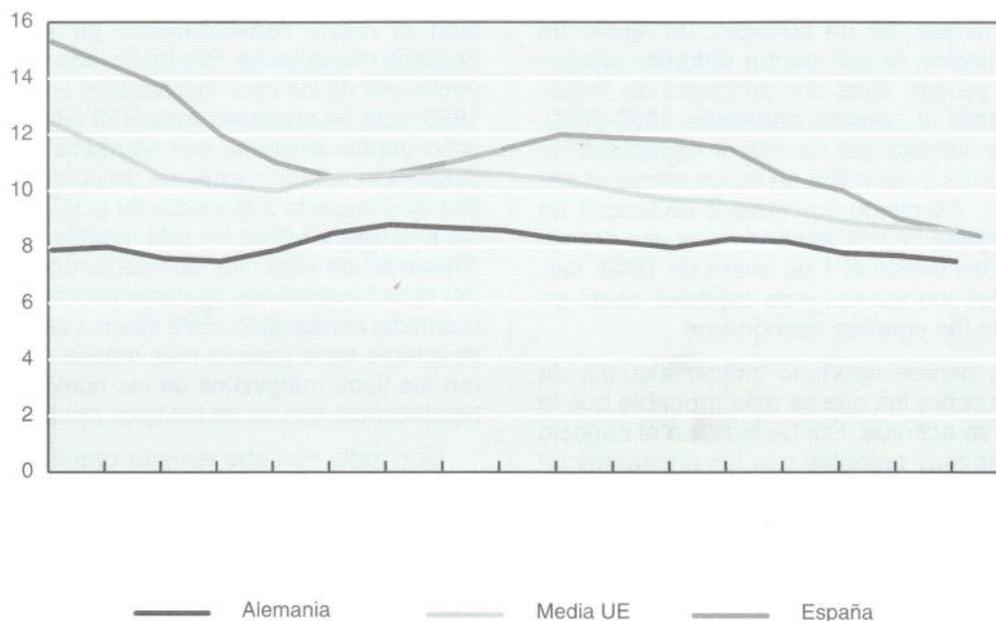
C) *Cuenta de resultados*: el impacto de la intensificación de la competencia durante los últimos años se ha recogido fielmente en la evolución de la cuenta de resultados, siendo la fuerte reducción de los márgenes de intermediación desde 1990 el síntoma más notorio (cuadro núm. 8). Las entidades de depósito españolas han respondido a la caída de los márgenes financieros de varias formas, destacando tres estrategias o actuaciones:

— Aumento del peso relativo del negocio de fuera de balance, con lo que se ha incrementado el peso de los otros productos ordinarios en la cuenta de resultados.

— Control de los gastos de transformación —aumento de la eficiencia productiva— con lo que se ha reducido significativamente el peso de los mismos medidos en porcentaje sobre balance medio y se ha mantenido una *ratio* «Gastos de explotación/margen ordinario» en torno al 60-65 por 100.

— Evaluación rigurosa de los riesgos para disminuir el peso de los saneamientos de créditos, lo que ha permitido, junto a una coyuntura económica más favorable, la reducción sustancial del peso de las dotaciones desde 1994.

GRÁFICO 4
TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS CON GARANTÍA HIPOTECARIA
(1993-1997) (Porcentaje)



Fuente: Federación Hipotecaria Europea, Banco de España y elaboración propia.

Respecto al futuro de la cuenta de resultados y la incidencia de la competencia en la misma tras la implantación del euro, algunas de las claves para el mantenimiento de la rentabilidad del sector pueden ser las siguientes:

1) El margen de intermediación puede reducirse algo más pero no de forma sustancial ya que no se puede ignorar que el sistema financiero español ha alcanzado un grado de madurez y de cierta sobrecapacidad, con lo que existe un «suelo» (límite inferior) a la caída del citado margen y que, por debajo del cual, podría dar lugar a pérdidas para las entidades. Asimismo, los costes de adaptación al euro que van a asumir las entidades pueden implicar la necesidad de frenar algo la caída de los márgenes de intermediación.

Por ello, no cabe esperar, al menos a corto plazo, un margen financiero para el agregado de bancos y cajas significativamente por debajo del 2 por 100 del balance medio.

2) En cualquier caso, los ingresos por otros productos ordinarios tendrán que mantenerse por encima del 25 por 100 del margen ordinario para el conjunto de bancos y cajas, para compensar las posibles reducciones —por pequeñas que sean— del margen de intermediación. Con ello, el negocio no tradicional seguirá ganando peso, aunque esta estrategia tiene sus propias limitaciones, por la pérdida de ingresos en moneda extranjera al introducir el euro y por el previsible aumento de la competencia —y consiguiente reducción de las comi-

CUADRO NÚM. 8
ALGUNAS RATIOS DE CUENTAS DE RESULTADOS (BANCOS MÁS CAJAS)
(Porcentaje)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Margen de intermediación/ATM (*)	4,02	3,86	3,62	3,15	2,97	2,67	2,48
Otros productos ordinarios/margen ordinario	12,61	12,67	16,97	22,22	13,87	20,05	24,62
Gastos de explotación/margen ordinario	60,65	61,99	63,30	60,49	66,76	65,86	64,13
Saneamientos de créditos/ATM (*)	0,33	0,53	0,65	0,76	0,51	0,42	0,29

(*) ATM = Activos Totales Medios.

Fuente: Banco de España, elaboración propia.

siones— en el negocio de fondos de inversión y pensiones.

3) La clara evolución a la baja del peso relativo de los gastos de transformación (como porcentaje de balance medio) podría truncarse en el período de adaptación al euro (1999-2002), como consecuencia de los elevados costes de su implementación. Éste puede ser el período crítico para la rentabilidad general del sector, pero, en especial, para pequeñas y medianas entidades financieras, en las que el impacto de la adaptación del euro puede ser más intenso. Tras el período de adaptación, los costes de transformación deberán situarse por debajo del 60 por 100 del margen ordinario para el conjunto de bancos y cajas y, en términos de activos totales medios (ATM) en torno al 1,70 por 100. Éste es un aspecto fundamental para el mantenimiento de la rentabilidad del sector a medio plazo en un contexto tan competitivo.

4) Por último, parece necesario reforzar la evaluación rigurosa de riesgos para atenuar que el potencial comportamiento negativo de los saneamientos de créditos en las fases bajistas del ciclo económico no sobrepase el 0,50 por 100 sobre el ATM en los años donde la economía está en recesión y que se sitúe en torno al 0,25-0,30 por 100 en los períodos de recuperación.

D) *Dimensión y concentración del sector bancario*: por último, de todo lo anterior, se puede deducir que las entidades financieras españolas, especialmente las de menor dimensión —que afectarían a un buen número de cajas de ahorros y cooperativas de crédito— pueden verse forzadas a buscar las ventajas de un mayor tamaño ante el impacto competitivo del euro, en especial en lo concerniente a la racionalización de costes. Dos vías tienen abiertas hacia esa mayor consolidación: el reforzamiento de la cooperación —así como alianzas estratégicas— y un nuevo impulso del proceso de fusiones.

Ambas vías son, en principio, útiles para avanzar en el proceso de universalización del negocio y racionalización de costes que necesita un buen número de entidades financieras españolas ante los retos de la UME. Por ello, no es descabellado esperar un aumento en la concentración del sector en los próximos años.

En cualquier caso, los procesos de fusiones deben ponderarse también desde el punto de vista del usuario de los servicios bancarios, ya que una excesiva concentración podría dar lugar a posiciones de mercado excesivamente fuertes de unas pocas instituciones. Ello podría alterar la actual estructura competitiva del mercado bancario español o de algunos de sus segmentos y dar lugar a la aparición de prácticas menos cercanas del modelo competitivo, que tan beneficioso ha sido para el consumidor español en los últimos años.

NOTAS

(1) Un análisis detallado de todos estos cambios se pueden seguir, por ejemplo, en ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1996) y en FREIXAS (1996).

(2) No obstante, los datos a nivel nacional pueden ser matizados a nivel provincial y/o regional. Si se desea información adicional al respecto, consúltense CEBRIÁN (1997).

(3) Un análisis detallado de los fondos de inversión se encuentra en GONZÁLEZ-MOSQUERA (1995) y en FREIXAS, ISLA y MÉNDEZ (1997).

(4) Si se desea ampliar información sobre la situación y perspectivas de la banca española en Iberoamérica puede consultarse CASILDA (1997).

(5) Una información más detallada de los servicios telefónicos en España se encuentra en LANGA y VELASCO (1996).

(6) En este contexto, véase el artículo de GARDENER, MOLYNEUX y WILLIAMS, incluido también en este volumen de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

(7) Véase, por ejemplo, CEBRIÁN (1997).

(8) Lógicamente, no se puede ignorar que la banca extranjera estuvo sujeta durante la década de los ochenta a restricciones normativas considerables —como el límite a su captación de recursos de clientes—, que obstaculizaron la entrada y expansión de la banca extranjera en nuestro país.

(9) Véase, por ejemplo, MORGAN STANLEY (1996).

(10) Véase BERGER y HUMPHREY (1997).

(11) Si se emplean los datos de la OCDE (1997) para el conjunto del sector bancario español en 1995, se obtienen conclusiones similares.

(12) Véase ESCRIVA *et al.* (1997, págs. 77 y ss.).

(13) Véase, por ejemplo, SICILIA (1997).

BIBLIOGRAFÍA

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (1996), *Guía del Sistema Financiero Español*.

BERGER, A. N., y HUMPHREY, D. B. (1997), «Efficiency of financial institutions: International survey and directions for future research», *European Journal of Operational Research*, núm. 98, páginas 175-212.

CARBÓ, S., y COELLO, J. (1997): «Las cajas de ahorros españolas: 1977-1997», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 59, páginas 101-118.

CASILDA, R. (1997), «La Banca española en Iberoamérica. Situación y perspectivas», *Banca & Finanzas*, núm. 21, págs. 5-22.

CEBRIÁN CARRASCO, J. (1997), «Concentración del sistema bancario español en el período 1980-1995», *Boletín Económico*, Banco de España, enero, págs. 79-102.

COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1988), *European Economy: The Economics of 1992*, Brussels Directorate-General for Economic Affairs.

ESCRIVÁ, J. L.; FUENTES, I.; GUTIÉRREZ, F., y SASTRE, M.^a Teresa (1997), «El Sistema Bancario Español ante la Unión Monetaria Europea», *Estudios Económicos*, núm. 59, Banco de España.

- EUROPEAN COMMISSION (1997), *The Single Market Review. Sub-series II: Impact on Services, Volume 3: Credit Institutions and Banking*, Kogan Page, Earthscan, Londres.
- FREIXAS, X. (1996), *Los límites de la competencia en la banca española*, Colección Documenta, Fundación BBV.
- FREIXAS, X.; ISLA, L., y MÉNDEZ, D. (1997), «Evaluación de los Fondos de Inversión», De. Civitas.
- GONZÁLEZ MOSQUERA, L. M. (1995), «Los fondos de inversión y sus implicaciones para las entidades de crédito», *Boletín Económico*, julio-agosto, Banco de España.
- LANGA, J. L., y VELASCO, J. E. (1996), «La banca telefónica en España», *Boletín Económico del ICE*, núm. 2.514, págs. 9-15
- MORGAN STANLEY (1996), «EMU, convergence and re-rating: Spain, Italy and Sweden the Pick», *European Banking Commentary*, 20 febrero.
- OCDE (1997), *Bank Profitability, Financial Statements of Banks*, París.
- PALOMO, R. J., y MATEU, J. L. (1997) «Las estrategias de implantación de las entidades de crédito españolas en Iberoamérica», *Banca & Finanzas*, núm. 29, págs. 5-18.
- SICILIA, J. (1997), «El dilema de los tipos de interés ante el euro», *Cuadernos de Información Económica*, núm. 127, octubre, Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas, páginas 63-70.

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, Finanduario 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 Ixex	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 multidivisa	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 a 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 sustitutivos 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, trasposos, 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 expón 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/EUC. 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 red denominación 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 aplicarán 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 mantienen, 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 que subdivisiones de aquélla. 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 disolución 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

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.

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

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, vengán 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)

1. BALANCE INICIAL EN PESETAS

A 30 de abril de 1997

Clave	saldos	
	debe	haber
Deudores		
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

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

210 Inv. vencidas pend. de cobro
 220 Administraciones públicas
 260 Márgenes a liquidar
 270 Otros deudores
 280 Deudores de dudoso cobro

Cartera de inversiones financieras

330 Activos monetarios del Estado
 380 Renta fija deuda del Estado
 390 Renta fija deuda otras Administraciones
 410 Renta fija cotizada entidades depósito
 420 Renta fija cotizada crédito oficial
 440 Renta fija cotizada empresas no financieras
 490 Renta variable cotizada bancos
 500 Renta variable cotizada otras instituc. financieras
 510 Renta variable cotizada empresas no financieras
 580 Adquisición temporal de activos
 590 Opciones compradas

Intereses de la cartera de inversión

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

710 Prov. deprec. de valores mobiliarios

Tesorería

780 Cuenta en depositario

890 Partícipes
 930 Reservas legales
 980 Remanente
 1000 Resultados negativos ejerc. anteriores

1010 Pérdidas y Ganancias

1230 Distrib. a partícipes pend. pago
 1260 Administraciones Públicas
 1270 Otros acreedores
 1310 Otras periodificaciones

		movimientos	
		debe	haber
			750.000
			155.737.929
			960
			2.899.881
			3.499.993
			746.440.730
			7.852.192.375
			89.536.373
			499.750.021
			153.559.412
			422.652.387
			1.136.088.828
			111.618.759
			2.648.715.472
			8.860.000.000
			200.000
			34.449.374
			151.830.022
			10.589.997
			4.240.992
			- 32.145.711
			487.253.661
		18.287.679.32	
		57.166.136	
		4.875.221.386	
		- 481.221.069	
		524.013.211	
		7.200.232	
		5.297.069	
		609.479	
		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	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

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	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

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'Epargne 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.

EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL EN EL UMBRAL DEL SIGLO XXI

Mariano Guindal
Mar Díaz-Varela

«La puesta en marcha de la unión monetaria europea en enero de 1999 supone un cambio muy importante para la industria financiera europea, puesto que los países del viejo continente van a otorgarse una nueva "constitución monetaria" que tendrá implicaciones inmediatas tanto sobre la orientación e instrumentos de política económica, como sobre el comportamiento de los agentes económicos y sociales. Pero el euro no marca el inicio del *big-bang* del sector financiero europeo, sino más bien un acelerador de los cambios que ya se iniciaron hace más de una década y que han cambiado el planteamiento del negocio de las entidades financieras europeas». Éste es el análisis que el primer banquero del país, **Emilio Botín**, hace del impacto que va a tener el euro en la actividad bancaria.

La entrada en funcionamiento del euro no es, por tanto, ni un punto de llegada ni un punto de partida. Sencillamente, se trata de una revolución cuando todavía no había terminado la que se había iniciado en 1978, cuando se inició la liberalización y todo el sector financiero pensaba que la competencia iba a venir de los bancos extranjeros instalados en España por el desarrollo de la captación de recursos ajenos.

«En los últimos diez años el sector financiero español ha experimentado una transformación mucho más intensa de la que se ha vivido en otros países europeos, lo que ha permitido, apoyándose en bases más sólidas que en el pasado, mantener su posición destacada en el *ranking* europeo de rentabilidad, eficiencia y diversificación. De hecho, el sistema financiero español es, junto al holandés y el británico, uno de los sistemas mejor preparados para hacer frente al sistema del euro».

La opinión de los principales dirigentes de bancos y cajas consultados coincide en que el sistema financiero español es sano y altamente capitalizado; está en un momento muy bueno para emprender cualquier tipo de acción para afrontar el siglo XXI.

La reconversión gradual de la banca se viene haciendo desde hace muchísimos años, por lo que nadie parece mostrarse pesimista, sino moderadamente optimista. No obstante, como afirma el direc-

tor general del Tesoro, **Jaime Caruana**, «operar en un entorno de bajos tipos de interés y la desaparición de la "barrera cambiaria" y el consiguiente incremento de la competencia van a suponer cambios en los mercados de capitales y en las entidades financieras».

No hay que olvidar que, con la implantación de la moneda única, la actividad en el interbancario estará determinada por la política monetaria que diseñe y ejecute el Banco Central Europeo para toda la unión monetaria. Los mercados cambiarios perderán el peso que tradicionalmente han tenido en el negocio de las entidades financieras —se calcula que esto costará el puesto a 200 personas en España que actualmente se ocupan de esas tareas—, ya que esta función se reducirá fuertemente al desaparecer las operaciones cambiarias entre los países que acceden al euro. Los mercados de capitales tenderán a integrarse y a ser más competitivos. Y las entidades financieras tendrán que hacer frente a una intensificación del proceso de desintermediación por el empuje que el euro dará a los mercados privados de renta fija y variable.

Con el euro en funcionamiento, las empresas no financieras privadas serán más atractivas para el inversor, y como dice el director general de «La Caixa», **Josep Vilarasau**, «al eliminarse los riesgos cambiarios el inversor tendrá más para escoger y, por tanto, aumentará su interés por la Bolsa».

Tampoco hay que olvidar que las entidades financieras se van a ver afectadas en su política de inversiones por uno de los cambios más importantes que se van a producir en el mercado de capitales, como es el de la deuda pública. Lógicamente, el saneamiento de las finanzas públicas supondrá a largo plazo una reducción del volumen de deuda en circulación. Como recuerda **Caruana**, «la menor necesidad de apelación a los mercados por parte de los Estados de la Unión Europea dejará sitio a las empresas privadas para financiarse en los mercados de capitales».

No hay que olvidar que desde el gobierno se está preparando una batería de leyes que se irán aprobando en los próximos meses y que van desde

el decreto de titulización de activos no hipotecarios a una nueva Ley de Capital Riesgo, pasando por la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, a una serie de normativas para dar más facilidades de acceso a los mercados e incentivos para estimular las inversiones en las sociedades de capital riesgo.

Por tanto, es evidente que por muy preparadas que estén las instituciones españolas para afrontar el cambio de pesetas a euros, será necesaria una nueva mentalidad a la hora de afrontar el futuro por bancos y cajas, ya que las transformaciones que están en marcha producirán cambios en todas las áreas del negocio bancario. Aunque no todas estas transformaciones se realizarán al mismo tiempo y afectarán al negocio con la misma intensidad.

Impacto desigual

Es evidente, y en eso hay también plena coincidencia, que la banca mayorista será la primera en sentir los efectos de la implantación del euro. Esta actividad se tendrá que enfrentar a una mayor competencia en la captación de recursos por parte de los grandes inversores institucionales. Éstos contarán con un mercado de capitales mucho más líquido y amplio, y son los principales beneficiarios del aumento del ahorro privado ante el temor que produce una crisis a medio plazo de los sistemas públicos de pensiones.

La banca corporativa también se va a ver profundamente afectada en su negocio con las multinacionales, que concentrarán la gestión de tesorería y perderán la especialización que existe en la actualidad en las correspondientes monedas nacionales. Además, al desaparecer las barreras de las monedas nacionales, las bancas mayoristas integradas en los países de la Unión competirán entre ellas sin límite.

Por el contrario, a la banca de inversiones se le abre un nuevo campo de actuación muy interesante en un mercado de 360 millones de consumidores, ya que podrán asesorar en inversiones, comercialización, intermediación, calificación crediticia, a nivel europeo.

Donde existe mayor polémica es sobre el impacto que el euro va a tener en la banca minorista europea en general y española en particular. Existe una opinión muy generalizada de que la banca minorista debe seguir teniendo un importante componente nacional y local. La tupida red de oficinas «va a seguir constituyendo una importante barrera de entrada a la competencia extranjera», afirma **Vilasarau**. Esta opinión la comparten de una manera especial los dirigentes de cajas de ahorros, que estiman que su negocio va a ser el que menos sufra el impacto del euro.

El presidente de la CECA, **Braulio Medel**, lo define muy bien cuando recuerda que «en un mercado único y abierto la banca de otros países intenta-

rá competir en los segmentos de mayor rentabilidad». Es lo mismo que ocurrió hace quince años cuando la banca española entró a competir en los segmentos al por menor para restar cuota de mercado a las cajas de ahorros. Sin embargo, ese reto lo aguantaron perfectamente las cajas, y lejos de perder cuota de mercado en este período lo han incrementado. Aunque sería arriesgado pensar que en el futuro va a ser exactamente igual, **Braulio Medel** considera que las cajas no tienen por qué enfrentarse a este desafío con temor.

Además, recuerda que todavía se está muy lejos de un mercado bancario integrado, y que los mercados bancarios nacionales van a seguir existiendo, dado que existe una legislación mercantil específica en cada país, la fiscalidad no es homogénea, existen procedimientos judiciales diferentes y los regímenes bancarios también lo son. Es cierto que con la unión monetaria se darán pasos hacia un mercado sin fronteras, pero mientras permanezcan las diferencias en los ordenamientos jurídicos nacionales se mantendrá un cierto grado de compartimentación de los mercados bancarios.

Sin embargo, los banqueros utilizan un tono distinto al hablar sobre la banca al por menor. El presidente del BCH, **José María Amusátegui**, afirma que la red tradicional de oficinas puede ir perdiendo su importancia como ventaja competitiva, en la medida en que se vayan modificando los hábitos de los clientes bancarios españoles.

Emilio Botín insiste en este planteamiento y afirma que las pautas de comportamiento y demanda de los clientes minoristas también acabará convergiendo, y, con ellos, las prácticas de las entidades financieras. En su opinión, no hay que olvidar que es posible que veamos irrumpir en determinados segmentos del mercado a otros competidores no bancarios.

El presidente del BBV, **Emilio Ybarra**, va más allá y afirma que aunque la banca al por menor en un principio va a verse menos afectada por la competencia, «sin embargo, es posible que los efectos indirectos derivados del establecimiento de un escenario de tipos de interés reducidos y estables tengan consecuencias incluso más importantes sobre sus márgenes».

Incluso, en opinión del presidente de Argentaria, **Francisco González**, bancos y cajas españoles deben ser conscientes de que «tendrán que asumir una disminución en su cuota de mercado doméstico», y afirma de forma rotunda que «en la banca minorista los efectos del euro emergerán con mayor lentitud, pero, a medio plazo, estimulará transformaciones mucho más radicales de los conceptos, las prácticas y los procedimientos actuales. Transformaciones que no deben atribuirse en exclusiva al euro, puesto que, en el fondo, vienen impulsadas por los avances en la tecnología informática y de las telecomunicaciones».

Su análisis es que no espera de forma inmediata un incremento significativo de la competencia transfronteriza; pero, sin embargo, «el euro intensificará las tendencias que ya existen hacia el aumento de la competencia y la erosión de los márgenes».

El director general del Tesoro hace de árbitro entre unos y otros cuando afirma que la unión monetaria va a impulsar definitivamente la reestructuración de la banca minorista por dos vías: «Por un lado, acentuará el estrechamiento entre los tipos de activos y pasivos de las entidades; y por otro, fomentará una mayor demanda de servicios y productos bancarios a nivel zona euro por parte de las pyme y consumidores». En su opinión, «la reacción que cabe esperar de la banca minorista es un replanteamiento en profundidad de los aspectos ligados a la atención al público y a la Administración para que las oficinas se conviertan en puntos de venta más eficientes».

Esta opinión la comparte el presidente de Caja Madrid, **Miguel Blesa**, que llega a afirmar que aunque el impacto será más dilatado en el tiempo, puede llegar a tener más calado que en el caso de la actividad mayorista, pudiendo cuestionar la capacidad de supervivencia de alguna entidad. Por eso cree que la gran mayoría de bancos y cajas se tendrá que concentrar en defender sus propios ámbitos de actuación, «haciendo de la especialización y del conocimiento de las necesidades de sus clientes su principal ventaja comparativa».

Y en este punto abunda el presidente de la BBK, **José Ignacio Berroeta**, que, siendo consciente de que el impacto del euro será importante en el segmento minorista, piensa que se dilatará en el tiempo. En su opinión, las cajas de ahorros, aunque sufrirán una fuerte repercusión por la entrada en vigor del euro, «no deben temer en ningún caso los desafíos que presenta la moneda única».

Cambio de operativa

En principio, la implantación del euro parecía que solamente iba a tener un impacto operativo al cambiar la peseta por el euro, lo que implica un cambio en los sistemas informáticos y en la gestión al tener que operar con ambas monedas en los próximos tres años. El gasto estimado para el sistema financiero español oscila entre los 170.000 y los 300.000 millones de pesetas. Sin embargo, a medida que ha ido avanzando el proceso de incorporación a la unión monetaria ha calado la idea de que estamos ante una revolución de mayor magnitud.

Como afirma el presidente del Banco Santander, **Emilio Botín**, el impacto del euro se puede clasificar básicamente en tres áreas. De una parte están los «impactos estratégicos», que hay que asociar a la posible reestructuración del mapa financiero europeo y al incremento de competencia en el sector.

De otra, están los «impactos operativos» que conllevarán la aparición de nuevos productos, nuevos clientes, nuevos competidores y nuevos canales de distribución. Y en tercer lugar, están los «impactos tecnológicos» vinculados a la creación de nuevas plataformas capaces de hacer frente al cambio de unidad de cuenta y al problema del efecto del año 2000.

Visto desde fuera, la transformación de pesetas en euros no parecía que iba a producir cambios tan profundos como los que ahora se intuyen y que son muy superiores a los que inicialmente se habían pensado. Por ejemplo, el BBV ya ha modificado 32.000 programas para poner a punto su sistema informático que ya está prácticamente generalizado. En este momento, hay en la entidad más de 320 personas encargadas de llevar adelante 166 proyectos relacionados con la puesta en marcha de la moneda europea. Dada la elevada carga de trabajo que implica esta actividad se ha creado una unidad de coordinación del euro encargada de coordinar las actuaciones de todas las áreas. Según las estimaciones del propio BBV, los gastos informáticos van a suponer el 52 por 100 de los costes reales del banco y una parte importante de los costes de oportunidad, ya que una elevada proporción de los recursos internos en informática han estado dedicados durante 1997 al tema euro.

Para las cajas de ahorros, según el plan de adaptación de la CECA, se han recogido 843 procesos de trabajo, lo que supone que habrá que realizar 3.873 modificaciones en su operativa habitual para adecuarse a operar en ellos. Según el plan de actuación que se está realizando, será necesario afrontar 5.102 modificaciones informáticas. Habrá que cambiar 418 modelos de impresos. Resolver 64 cuestiones jurídicas que han sido planteadas. Y además, bancos y cajas tendrán que hacer un esfuerzo tremendo para informar a la población española de las consecuencias que supone cambiar pesetas en euros. No hay que olvidar que un 90 por 100 de la población, según las encuestas realizadas hasta el momento, afirma que esperan que sea su entidad financiera la que les informe de los cambios que tengan que realizar llegado el momento.

Para dar una idea de la magnitud del cambio que se nos viene encima, hay que señalar que a partir del 1 de enero del año 2002 habrá que convertir todas las cuentas que existan en pesetas a euros, habrá que distribuir los nuevos billetes y monedas al tiempo que se retiran las monedas nacionales.

Esto supondrá nuevos gastos para las entidades financieras, ya que habrá que afrontar los sobrecostes en el transporte, la seguridad y el almacenaje. No es ninguna minucia si se tiene en cuenta que en la Unión Europea hay en circulación 12.700 millones de billetes y 70.000 millones de monedas, con un peso aproximado de 300.000 toneladas. Sólo en España existen 1.400 millones de billetes y

15.500 millones de monedas, por un valor de 7,5 billones de pesetas.

El tiempo se nos echa encima. El calendario del cambio de monedas ya está perfilado. El mercado monetario comenzará a operar en euros a partir del 12 de enero de 1999, y en ese momento todos los tipos de interés de los países que formen parte de la unión monetaria estarán unificados.

El 4 de enero de 1999 se producirá una redenominación de la deuda pública emitida y el nuevo nominal será el equivalente en euros de cada título. A los ciudadanos que tengan deuda pública se les convertirá en euros de forma automática. En el caso de los títulos de renta fija privada, coexistirán emisiones en pesetas y en euros.

La Bolsa será la que simbolice el cambio ante la opinión pública, ya que la renta variable cotizará en euros desde el 4 de enero de 1999 y todos los precios estarán expresados en euros.

El mercado de divisas será el más afectado, ya que van a desaparecer hasta un máximo de 15 monedas que cotizan en Europa.

Este cambio operativo va a suponer una profunda modificación de los sistemas informáticos con que operan bancos y cajas. Habrá que abordar un amplio programa de formación de personal, etc. Se trata, por tanto, de un tema importante que va a suponer inversiones muy costosas para las entidades pequeñas.

No obstante, el director general del Tesoro, **Jaime Caruana**, argumenta que en la actualidad las entidades nacionales tienen perfectamente diseñada su operativa para su adaptación al euro. Afirma que en un primer nivel las entidades de depósito deberán adaptar todos los sistemas que manejan importes económicos. Desde un punto de vista técnico, deberán adaptarse al uso de decimales, redondeos, conversión de importes, conversión de datos históricos, adaptación de datos históricos, pantallas, listados e informes. En un segundo nivel más estratégico, la tecnología deberá tener un papel creciente en la creación de productos, medición de riesgos, y, en general, la creación de sistemas que reflejen el cambio estratégico que para cada entidad debe suponer el euro.

Nuevos agentes financieros

Quienes van a hacer su agosto con este cambio, según el presidente de la BBK, **José Ignacio Berroeta**, van a ser las agencias de *rating*. En su opinión, en unos mercados monetarios y financieros más amplios las entidades operantes se hacen, lógicamente, más pequeñas y, por consiguiente, más frágiles. El mayor número de agentes operantes en los mercados de capitales implicará un mayor desconocimiento por parte de todas las entidades, por

lo que será necesario recurrir al papel de las agencias de solvencia.

Todos afirman que el euro afectará a todos los tipos de actividad bancaria, pero el impacto en cada uno de ellos será desigual. La aparición del euro representará una reestructuración de las áreas financieras de las empresas multinacionales.

Como afirma el presidente de Argentaria, **Francisco González**, en este proceso tenderá a concentrarse la actividad en las principales plazas financieras y los intermediarios más internacionalizados ganarán cuota de mercado.

También existe un amplio consenso al afirmar que habrá un desarrollo de nuevos competidores domésticos que podrían ser las grandes empresas de distribución comercial. De hecho, El Corte Inglés, Pryca, Continente o Eroski, ya se han convertido en intermediarios financieros. Tampoco hay que olvidar el papel cada vez más relevante que están jugando las grandes compañías de seguros, la banca electrónica y las nuevas vías de financiación de las empresas.

Un fantasma recorre Europa

La expectativa del euro ha provocado un aluvión de operaciones en toda Europa que, más antes que después, terminará afectando a España. En muy poco tiempo se ha producido la fusión de Hypobank y el Vereinsbank, para formar el segundo banco alemán; la OPA de la aseguradora italiana Generali sobre la francesa AGF; la fusión de BAT Industrias y Zurich para crear el tercer grupo asegurador europeo; el intento de la francesa Lafargue por controlar la británica Redland; los intensos rumores sobre el interés del gigante británico HSBC sobre el Barclays; las especulaciones sobre el Commerzbank en Alemania; y la creación del sistema de pagos transfronterizo TES con once bancos transeuropeos, entre ellos el BBV; la fusión de la Unión de Bancos Suizos y Swiss Bank Corporation (SBC) para crear el segundo mayor banco del mundo.

Todos estos movimientos forman parte de una misma lógica. Prepararse ante el euro. El panorama europeo hay que analizarlo de forma individualizada para entender por dónde van estos movimientos.

En los tres países nórdicos se están produciendo una serie de fusiones internas, con lo que se empieza a configurar un mapa financiero común a todas ellas, y todo da la impresión de que sus objetivos a corto y medio plazo no están en una expansión trans-europea que pueda afectar al mercado español.

Desde Alemania, solamente el Deutsche Bank tiene capacidad para, a corto y medio plazo, emprender una operación de compra o de expansión territorial en España. Según el análisis que hacen los banqueros consultados, el sistema financiero

alemán está muy fragmentado y actualmente está concentrado en un proceso de fusión interna que, al menos, les llevará tres años y cuya clave está en la desmutualización de las cajas de ahorros.

Holanda muestra uno de los sistemas más saneados y sólidos con una economía muy internacionalizada y que ya ha producido un proceso de fusiones que ha aumentado su fortaleza.

Gran Bretaña se encuentra actualmente con tres bancos de dimensión mundial, y todo parece indicar que el Lloyds está mirando oportunidades de compra en Europa. La impresión más generalizada es que, a medida que se acelere la integración en el euro, los bancos británicos intentarán hacer de puente entre Europa y Estados Unidos. La reciente crisis asiática ha hecho aparecer problemas en algunas de sus entidades que tienen fuertes intereses económicos en esa parte del mundo.

Francia está sometida a un proceso de privatización y concentración bancaria, aunque hay una entidad, como es el BNP, dispuesta a comprar en Europa para reforzar su estrategia de ir adquiriendo dimensión europea.

La situación italiana probablemente sea peor que la que tenía España hace veinte años. Se han acelerado los procesos de privatización y es previsible un rápido proceso de fusiones para ganar tamaño e intentar jugar un papel más activo en Europa del que han jugado hasta el momento las entidades italianas.

En Portugal hay pocos bancos y están muy «nacionalizados». Estas entidades han buscado fórmulas de blindaje por tratarse de bancos poco rentables y muy vulnerables.

En cuanto a los Países del Este, se ha comprobado que resulta muy complejo entrar en ese mercado y que la puerta natural está en Alemania y en Italia, que ya han puesto sus bases de actuación en la economía real de estos países.

Redefinir la estrategia

Ante este panorama, el sistema financiero español parece haber iniciado dos estrategias, una defensiva ante cualquier entidad que quiera ganar tamaño entrando en una entidad española, y otra ofensiva, dirigida a incrementar la penetración en el mercado europeo.

Para un hombre como el director general del Tesoro, que durante mucho tiempo ha seguido el movimiento de los mercados a través de la presidencia de Renta 4, la pérdida de la protección que supone la barrera monetaria y las ventajas comparativas que daban las monedas nacionales, se tiene que ver compensada con el acceso a un mercado de mucho mayor tamaño. Por eso, podría ocurrir que las entidades más pequeñas podrían perder las

oportunidades de pertenecer a un mercado más abierto que el que tienen hoy y, sin embargo, no aprovecharse de ninguna de las ventajas.

Todos los banqueros consultados coinciden en que para competir en el marco paneuropeo se necesita alcanzar un tamaño crítico mínimo, lo que hará necesariamente que se produzcan una serie de fusiones o alianzas. Cada institución deberá escoger el posicionamiento competitivo en función de su negocio principal y, como afirma M. Porter, habrá que elegir entre las tres estrategias básicas: liderazgo en costes, diferenciación o especialización. Como afirma **Caruana**, ésta será la decisión más importante de cada entidad, ya que el resto dependerá de ella y todo sabiendo que las combinaciones de las tres estrategias mencionadas suelen ser soluciones mediocres de resultados pobres.

Botín dice lo mismo pero de otra manera. La dimensión europea no pasa necesariamente por una única estrategia: algunos optarán por adquirir tamaño vía fusiones, otros por diversificarse geográficamente y otros por construir alianzas. En el caso del Santander, está claro: ha optado por diversificarse geográficamente y comenzar a invertir en Europa, una vez consolidada su presencia en Latinoamérica.

En su opinión, el grado de concentración de la banca española, por cualquier indicador que se mida, es muy superior a la media europea. Por tanto, considera que no hay necesidades objetivas de nuevas fusiones entre los grupos financieros de nuestro país. Los hombres del Santander estiman que el mapa bancario español, en el que cuatro entidades suman el 48 por 100 de los activos de la banca y las cajas de ahorros, ofrece una combinación razonable de eficacia, competencia y buen servicio. Según argumentan, cambios en esta situación podrían reducir el grado de competencia con beneficios muy dudosos sobre la productividad.

Ésta es la razón por la que el Santander estaría pensando en comprar algunas entidades pequeñas que le permitan estar presente de forma activa en los países de la Unión Europea. En la actualidad ya está presente en Alemania, tiene el 78 por 100 del Comercio e Industria de Portugal, una vez que su cobertura en Gran Bretaña ya está garantizada a través del Royal Bank of Scotland. Además, esa nueva posición le permitiría otear las oportunidades de los mercados del Este.

Con este planteamiento en la cabeza no es extraño que **Botín** afirme que «la consecución de una red europea no pasa necesariamente por una única estrategia: algunos optarán por adquirir tamaño vía fusiones, otros por diversificarse geográficamente, y otros por construir alianzas».

Desde luego el Santander parece haber hecho las tres cosas. Ha adquirido tamaño en el interior con la compra de Banesto. Se ha diversificado territorialmente con la expansión en Latinoamérica y ha

elaborado una tupida red de alianzas que van desde el 9,9 por 100 del Royal Bank of Scotland, hasta el 10 por 100 en el San Paolo de Torino. Además, el Santander está aliado con Metropolitan Life en la española Seguros Génesis, y con la francesa Compagnie Bancaire, también al 50 por 100 en Unión de Créditos Inmobiliarios. Forma parte de la Red Ibos, que es un sistema de banca electrónica internacional y que le permite actuar en ocho países como un solo banco.

Una estrategia completamente distinta es la que mantiene el presidente del BBV, **Emilio Ybarra**. Según afirma, «el hecho de que entre los 30 mayores bancos europeos no haya ninguno español a pesar del peso de su PIB, nos da idea de que el proceso de concentración tenderá a acentuarse en un contexto de dilución de barreras políticas. Por ello, preveo una nueva ola de fusiones y adquisiciones en nuestro país».

Ybarra contempla a corto y medio plazo un grupo de pocas entidades grandes ofreciendo una amplísima gama de servicios, y un conjunto de pequeñas entidades especializadas o practicando el negocio tradicional en áreas geográficas limitadas. A medio y largo plazo, con una Unión Europea consolidada, se producirá un proceso de fusiones y adquisiciones transnacionales entre entidades bancarias, e incluso de bancos y otros tipos de entidades financieras.

El BBV está ultimando su estrategia 2000 en la que se marca objetivos para los tres próximos años. Todo hacer pensar que trata de adquirir dimensión en el mercado español, sin descartar ningún tipo de fusión o adquisición, al tiempo que reforzará sus alianzas en el panorama europeo. Hace un año el BBV llegó a un acuerdo con la francesa Axa para intercambiarse el 1,6 por 100 del capital. Por otra parte, hay que señalar que Nippon Life y GE Capital tienen el 2 por 100 del BBV. **Ybarra** quiere hacerse con el 50 por 100 del grupo asegurador español Axa Aurora. Forma parte del sistema de banca electrónica internacional Transeuropea Banking Service Test.

Este diagnóstico realizado por el presidente del BBV, **Emilio Ybarra**, es compartido por la inmensa mayoría de los presidentes de los principales bancos y cajas de nuestro país, quienes están absolutamente convencidos de que el euro supondrá una auténtica revolución que cambiará de arriba a abajo el mapa financiero español.

La estrategia del presidente del BCH, **José María Amusátegui**, es consolidar el saneamiento del banco y fortificar sus alianzas estratégicas. En su opinión, la moneda única exigirá a las entidades bancarias alcanzar mayor volumen de negocio o reducir su estructura para adecuarla a las oportunidades que ofrezcan determinados nichos de mercado. La opción es clara. Hay que elegir entre dimensión y especialización. Según afirma, los grandes bancos

españoles tienen la dimensión adecuada para iniciar una red de alianzas a nivel europeo.

El BCH tiene en la actualidad el 3 por 100 del alemán Commerzbank y el 20 por 100 del Comercial Portugués, quienes a su vez tienen el 4,8 por 100 y el 3,15 por 100 del BCH, respectivamente. A esto hay que añadir el 5,7 por 100 que tiene la aseguradora italiana Generali. El banco español y el italiano acaban de conectar sus sistemas informáticos y su intención es reforzar el acuerdo de colaboración que ya mantiene con el francés Société Generale y el italiano Crédito Italiano.

Argentaria es, sin lugar a dudas, la clave del futuro mapa bancario español. La inminente privatización va a ser un elemento fundamental para saber cómo van a evolucionar las cosas. El gobierno español acaba de implantar la llamada acción de oro durante un período de dos años, lo que de hecho le blindará ante cualquier tipo de intrusión no deseada. En este tiempo, **Francisco González**, su presidente, tendrá que demostrar que es capaz de formar un núcleo de accionistas estables que no esté integrado por entidades financieras y que, además, tenga un carácter eminentemente español. Sin olvidar que tiene que consolidarse como un banco independiente.

Francisco González estima que «en principio la dimensión mínima apropiada en el nuevo entorno debería ser mayor que la actual, para facilitar la adaptación inicial y permitir mayores márgenes de maniobra de cara a las transformaciones que vienen. Sin embargo, excedida esta dimensión mínima, la más adecuada será la que permita maximizar el valor para el accionista».

Todo hace pensar que Argentaria apuesta claramente por alcanzar una mayor dimensión que le permita mayores márgenes de maniobra hacia el futuro. Como dice su consejero delegado, Francisco Gómez Roldán, «una presencia local fuerte a partir de la cual apalancarse será clave en la búsqueda de esa mayor dimensión, y para decidir dónde y cómo conseguirla, tanto a nivel nacional como internacional». Argentaria apuesta clarísimamente por las alianzas y, como afirma su presidente, «estoy seguro que esta vía va a ser una de las más transitadas para abordar la cuestión de la presencia internacional, pero para que éstas sean eficaces habrán de ser más exigentes y cooperativas que muchas de las que hasta ahora se han concertado».

Para una gran parte del sector, la fusión más lógica de todas las que actualmente se podrían dar en el mapa financiero español sería entre Argentaria y el Banco Popular. Sin embargo, sus responsables siguen mostrando su escepticismo sobre «la teoría del proceso de concentración y su pretendido carácter necesario para sobrevivir en la UEM», como le gusta decir al consejero delegado del Popular, Ricardo Lacasa, quien argumenta que «en el futuro que prevemos hay espacio suficiente para entida-

des de dimensión media, bien gestionadas, con vocación regional en Europa, que puedan atender con eficacia determinados nichos de mercado». Esta entidad tiene de accionistas a la aseguradora Allianz con un 5 por 100 de su capital, al alemán Bayerische —fusión Hypobank y Vereinsbank— que tiene el 1,66 por 100, mientras que el holandés Rabobank ostenta el 1,25 por 100. Asimismo, tiene un acuerdo de colaboración con diez bancos europeos.

Reforzar la cooperación entre cajas

Una de las claves del sector financiero es saber si a medio plazo las cajas se van a desmutualizar hasta el punto de que se puedan producir fusiones entre bancos y cajas. Según fuentes bancarias, ésta será una de las tareas que tendrán que debatir y definir las autoridades europeas. Mientras tanto, las cajas españolas se encuentran cómodas en su estado actual, en el que han demostrado ser extremadamente eficaces, hasta el punto de que han supe-

rado todas las crisis financieras y económicas sin que ninguna de ellas haya quebrado.

Ante la implantación del euro, todos los dirigentes de Cajas coinciden en que es necesario que las empresas más pequeñas alcancen el tamaño mínimo crítico, se refuerce la cooperación entre cajas y se profundicen las alianzas nacionales e internacionales.

El presidente de la CECA, **Braulio Medel**, afirma que «la dimensión es un asunto que las cajas de ahorros no pueden obviar, ya que a medida que los mercados se han hecho más amplios la dimensión de las empresas se ha hecho mayor». Según dice, «es una constatación histórica que de los mercados locales se ha pasado a los regionales, de éstos a los nacionales y de ahí a los internacionales». Por esta razón «no debe descartarse ninguna alternativa por parte de las cajas. Por ello, es posible que se produzcan más procesos de fusión, más alianzas y que, además, se refuerce la cooperación entre las cajas de ahorros».

CUESTIONARIO

1. *A un año vista, aproximadamente, de la implantación de la moneda única, ¿cuál es su opinión sobre el estado de los preparativos de las entidades financieras españolas ante los retos operativos y estratégicos que supondrá dicho evento?*
2. *¿Cuáles serán, a su juicio, las adaptaciones operativas, contables e informáticas más importantes y costosas de la entrada en funcionamiento del euro para las entidades de depósito en nuestro país?*
3. *¿Cómo cree usted que afectará la futura actividad de los mercados monetarios y de capitales paneuropeos a las entidades financieras de nuestro país tras la entrada en funcionamiento de la moneda única?*
4. *¿Cree usted que la moneda única afectará a todos los tipos de actividad bancaria (minorista, mayorista, banca de inversiones) por igual? Si no es así, ¿qué segmentos serán los más afectados?*
5. *¿Prevé usted un significativo reforzamiento de la competencia bancaria en España tras la implantación de la moneda única? En este contexto, ¿cree que se acrecentará de forma sustancial la competencia transfronteriza en los sectores bancarios de la futura unión?*
6. *Una vez producida la integración monetaria, ¿cuáles cree usted que serán las principales implicaciones estratégicas para las entidades de depósito españolas?*
7. *En su opinión, ¿qué papel jugará la cuestión de la dimensión en los desarrollos estratégicos de las instituciones financieras? En este contexto, ¿qué importancia concede usted a la cooperación y a las alianzas estratégicas entre entidades?*

«La realidad del mercado único europeo acelerará las tendencias hacia acuerdos entre entidades, adquisiciones y fusiones, que ya son visibles en el sector bancario»

Jaime Caruana

Director General del Tesoro
y Política Financiera

El Director General del Tesoro y Política Financiera está absolutamente convencido de que en la actualidad las entidades nacionales de crédito tienen perfectamente diseñada su operativa para la adaptación al euro. Por su cargo y su experiencia profesional es un interlocutor privilegiado. Por lo que sus opiniones sobre el impacto que va a tener la moneda única en nuestro sistema financiero adquieren una especial relevancia, cuando afirma que «no hay duda de que todo lo que supone la moneda única generará una mayor competencia en el sector bancario». El impacto no será para todos igual ni igual de rápido, pero antes o después terminará afectando a todos y ante ello recomienda a las instituciones que piensen en las tres estrategias genéricas definidas por M. Porter: liderazgo en costes, diferenciación o especialización, «sabiendo que la combinación de las tres estrategias suelen ser soluciones mediocres de resultados pobres».

El Director General del Tesoro y Política Financiera, Jaime Caruana (45 años, Valencia), es ingeniero de Telecomunicaciones y técnico comercial del Estado, pero gran parte de su actividad la ha desarrollado en el sector financiero. Es consejero del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Fue presidente, director general y consejero delegado de Renta 4, agregado comercial en Nueva York, y director de formación y publicaciones del ICEX. Es decir, un hombre que ha combinado la teoría con la práctica, lo macro con lo microeconómico y que actualmente es una de las personas claves en el tránsito que España ha iniciado de la peseta hacia el euro.

1. A medida que se han ido despejando incertidumbres sobre el calendario y condiciones de acceso al euro, las entidades financieras españolas han ido avanzando a buen ritmo en los preparativos para su adaptación a la moneda única.

En este sentido, y a *nivel sectorial*, quiero desta-

car los trabajos que se están llevando a cabo en el marco de los dos comités conjuntos creados al efecto. El primero, que agrupa al Banco de España y a las entidades de crédito, viene desarrollando sus actividades desde abril de 1996, y el segundo, formado por la CNMV y los agentes que actúan en los mercados de valores de nuestro país, inició sus tareas a finales de 1996.

A *nivel individual*, los trabajos desarrollados en estos comités están teniendo un fiel reflejo en los respectivos preparativos que las entidades financieras están llevando a efecto.

Se puede afirmar que en la actualidad las entidades nacionales tienen perfectamente diseñados sus operativos para la adaptación al euro, y han creado grupos de reflexión para identificar los posibles impactos y preparar las respuestas ad hoc.

2. El euro exige una adaptación operativa importante. En esta adaptación, la tecnología va a jugar un papel estratégico creciente a varios niveles.

En un primer nivel, las entidades de depósito deberán adaptar todos los sistemas que manejen importes económicos, es decir, la gran mayoría. Desde un punto de vista técnico, deberán adaptarse al uso de decimales, redondeos, conversión de importes, conversión de datos históricos, adaptación de bases de datos, pantallas, listados e informes, etcétera.

En un segundo nivel, más estratégico, la tecnología deberá tener un papel creciente en la creación de productos, medición de riesgos y, en general, la creación de sistemas que reflejen el cambio estratégico que para cada entidad debe suponer el euro.

3. No hay duda de que la introducción del euro supondrá cambios importantes en la configuración de los mercados monetarios y de capitales de la unión monetaria europea que, a su vez, afectarán a los planteamientos de nuestras entidades financieras. Operar en un entorno de bajos tipos de interés y la desaparición de la «barrera cambiaria» y el consiguiente incremento de la competencia van a suponer cambios en los mercados de capitales y en las entidades financieras.

En primer lugar, ya no se podrá seguir pensando —y actuando— en términos de *mercados monetarios* nacionales conformados por las políticas monetarias nacionales respectivas, y los diferenciales que éstas comportan. Con la implantación de la moneda única, la actividad del segmento interbancario estará determinada por la política monetaria que diseñe y ejecute el Banco Central Europeo para toda la unión monetaria.

Los *mercados cambiarios* perderán el peso que tradicionalmente han tenido en el negocio de las entidades financieras. Es ésta una parcela que se ve-

rá reducida al desaparecer las operaciones cambiarias entre los países que accedan al euro.

Los cambios en los *mercados de capitales* también serán determinantes en el replanteamiento de la actividad de las entidades financieras. Los mercados de capitales tenderán a integrarse y a ser más competitivos y eficientes.

Las entidades financieras tendrán que hacer frente, por una parte, a una intensificación del proceso de desintermediación generado por el empuje que el euro dará a los mercados de renta fija y variable privados. Así, las empresas no financieras privadas podrán ser más atractivas para el inversor —y correlativamente, podrán tener un mayor acceso al mercado de capitales— por una serie de factores ligados al euro. Por ejemplo, no verán limitado su *rating* emisor por el del Estado en que estén localizadas, sino que cada emisor será analizado de forma individual y separada. Además, las empresas eficientes podrán aprovechar algunas ventajas del euro con el consiguiente reflejo en su cuenta de pérdidas y ganancias (menores costes de financiación por el escenario macroeconómico estable de la unión monetaria, mayor transparencia en precios, mejor planificación de las futuras inversiones y planes de venta por la ausencia de riesgo de cambio, etcétera).

«La pérdida de la protección y ventaja comparativa que supone la moneda nacional se tiene que ver compensada con el acceso a un mercado de mucho mayor tamaño»

En segundo lugar, las empresas financieras se verán afectadas en su política de inversiones por los cambios que el euro introducirá en uno de los segmentos más importantes del mercado de capitales, el de la deuda pública.

El tamaño de este mercado se verá reducido a medida que se profundice en los procesos de consolidación fiscal consustanciales con la participación en la unión monetaria, y los rendimientos de la deuda disminuirán por este mismo proceso de consolidación. La menor necesidad de apelación a los mercados por parte de los estados de la unión dejará sitio y dará oportunidades a una mayor financiación a las empresas en los mercados de capitales.

Para sacar un máximo partido a esta nueva situación, cambios normativos como los que se están preparando: decreto de titulización de activos (no hipotecarios), nueva ley de instituciones de inversión colectiva, mayores facilidades para el acceso a los mercados, facilidades para invertir en sociedades de capital riesgo, nueva ley de capital riesgo, etc., serán de gran importancia.

4. Los cambios que introduce el euro tanto a nivel macro —entorno estable de baja inflación, bajos tipos de interés y menor peso de la deuda pública— como a nivel micro —desaparición de la ventaja de la propia moneda, mercados mayores, más integrados y más competitivos—, producirán cambios en todas las áreas del negocio bancario, pero no con la misma intensidad.

En el contexto del euro, la banca en general, y la *banca mayorista* en particular, se verán confrontadas con una mayor competencia en la captación de recursos por parte de los grandes inversores institucionales. De hecho, el euro ofrece un campo de juego muy apto para un mayor desarrollo de estos inversores. Por una parte, contarán con un mercado de capitales más líquido y profundo donde actuar y, además, se beneficiarán de un aumento del ahorro privado ante las perspectivas futuras de los sistemas públicos de pensiones.

La banca corporativa se verá profundamente afectada en su negocio con multinacionales, que tenderán a concentrar su negocio de gestión de tesorería y se perderá la especialización en la correspondiente moneda nacional.

Por otra parte, la banca mayorista nacional en la unión monetaria tendrá que convivir con la competencia transfronteriza de otros bancos mayoristas de países integrados en la unión monetaria.

Por lo que respecta a la *banca de inversiones*, el euro ofrece una buena ocasión para el desarrollo de sus actividades específicas. Hay que tener en cuenta que el euro eliminará la regla de equivalencia entre el 80 por 100 de activos y pasivos denominados en divisas, a la que, hoy por hoy, están sometidas las compañías de seguros y fondos de pensiones. La eliminación de esta restricción favorecerá el crecimiento de los flujos de inversiones transfronterizas, y generará una mayor demanda de los servicios que presta la banca de inversión. Por ejemplo, asesoramiento en inversiones, comercialización, intermediación, calificación crediticia, etcétera.

La *banca minorista* europea en general, y la española en particular, presentan unas características muy singulares. Si bien el euro también introducirá cambios en este segmento del negocio lo cierto es que, en buena parte, la banca minorista seguirá teniendo un importante componente nacional y local. La competencia transfronteriza en este segmento será menor.

Sin embargo, la competencia de nuevos productos, en algunos casos gestionados por especialistas en dicho producto a nivel europeo, y nuevas técnicas y canales de distribución añadirán presión a las transformaciones que también en este campo deberán tener lugar.

Es una actividad bancaria que ya se está viendo afectada por las presiones competitivas que conllevarán los procesos de desregularización, la libertad

de movimientos de capitales y las directivas bancarias comunitarias. Presiones que han producido estrechamiento de márgenes y merma de beneficios finales.

«En la actualidad las entidades nacionales tienen perfectamente diseñada su operativa para la adaptación al euro»

La unión monetaria va a impulsar definitivamente la reestructuración de la banca minorista por dos vías. Por un lado, acentuará el estrechamiento entre los tipos de activo y pasivo de las entidades y, por otro, fomentará una mayor demanda de servicios y productos bancarios a nivel zona euro por parte de las PYME y consumidores.

La reacción que cabe esperar de la banca minorista es un replanteamiento en profundidad de los aspectos ligados a la atención al público y a la administración para que las oficinas se conviertan en puntos de venta más eficientes.

5. No hay duda de que todo lo que supone la moneda única generará una mayor competencia en el sector bancario.

Solamente el desarrollo de las posibilidades que ofrece la Segunda Directiva Bancaria y las directivas comunitarias que la complementan —armonización de los coeficientes de solvencia y de recursos propios, por citar las más conocidas— garantizan esa mayor competencia transfronteriza.

Sin embargo, el sector bancario tendrá a su disposición algo nuevo que le es favorable: el euro integrará los distintos mercados nacionales de fondos en un solo mercado, con lo que ello significa en términos de menores problemas para la captación de recursos y mayores posibilidades de desarrollo transfronterizo de las actividades prestamistas de la banca.

En otras palabras, la desaparición de la segmentación monetaria en la zona euro provocará una mayor competencia para la banca pero, al mismo tiempo, acabará con el embotellamiento doméstico de problemas a los que tradicionalmente se tenía que enfrentar.

6. La pérdida de la «protección» y ventaja comparativa que supone la moneda nacional, se tiene que ver compensada con el acceso a un mercado de mucho mayor tamaño. Cada institución deberá escoger su posicionamiento competitivo en función de su negocio principal. La decisión en cuanto a cuál de las tres estrategias genéricas definidas por M. Porter —liderazgo en costes, diferenciación o especialización—, es la que mejor se adapta a las fortalezas y tamaño de cada entidad será la decisión más importante y de la que dependerán el resto de

decisiones. Todo ello sabiendo que las combinaciones de las tres estrategias mencionadas suelen ser soluciones mediocres de resultados pobres.

Puestos a elegir entre las distintas implicaciones estratégicas que el euro impondrá a nuestro sector bancario, considero que la más relevante es la interiorización definitiva de algo que ya viene experimentando: el paso de una dimensión nacional o doméstica a otra de ámbito europeo. Es en esta dimensión europea donde el tamaño de cada entidad constituye una variable que excluirá o permitirá acceder a la operativa transnacional y a los mercados internacionales de capitales; y, lógicamente, es en este aspecto donde se debería profundizar a la búsqueda de la dimensión óptima.

7. El punto de partida es la decisión estratégica a seguir. Estrategias de no especialización y énfasis en la banca mayorista requerirán mayor tamaño y mayor eficiencia en costes.

La realidad del mercado único europeo acelerará las tendencias hacia acuerdos entre entidades, adquisiciones y fusiones, que ya son visibles en el sector bancario.

La mayor competencia, basada en gran medida en precios, forzará un mayor control sobre el elemento costes, y en este punto las fusiones o acuerdos cooperativos a nivel doméstico y transfronterizo supondrán una ganancia en términos de economías de escala.

«En un mercado único y abierto, la banca de otros países intentará competir en los segmentos de mayor rentabilidad como pasó hace quince años con la banca española frente a las cajas de ahorros»

Braulio Medel Cámara

Presidente de la CECA y de Unicaja

El análisis que hace el Presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), Braulio Medel, sobre el impacto que va a tener la desaparición de la peseta y su sustitución por el euro es de un pragmatismo asombroso: «En un mercado único y abierto la banca de otros países intentará competir en los segmentos de mayor rentabilidad», como pasó hace quince años con la banca española y las cajas de ahorros. Por tanto, si de aquel reto las cajas salieron airoas, no tiene por qué ser diferente ahora si las cosas se hacen bien. En su opinión, el negocio minorista, como es el de las cajas de ahorros, en una primera fase estará menos expuesto que el resto del sistema financiero.

También recuerda que hasta ahora las entidades de los países de la Unión han preferido reforzar sus estrategias en el mercado nacional y han dejado en un segundo plano la idea de reforzar una estrategia europea. En su opinión, «aún se está muy lejos del mercado bancario integrado». Las barreras transnacionales siguen siendo muy importantes, como son diferentes legislaciones mercantiles, fiscalidad, procedimientos judiciales, régimen del sector bancario, entre otros.

Con la unión monetaria se dará un paso destacado para conseguir un mercado bancario sin fronteras, pero esto llevará su tiempo. Ahora lo que está sobre la mesa es la transformación de una moneda por otra y lo que todo eso arrastra. Durante tres años bancos y cajas van a tener que operar en pesetas y en euros, y, según dice, eso le va a costar al sistema financiero español no menos de 170.000 millones, aunque no se superarán los 300.000 millones. En cualquier caso, cifras muy respetables.

Braulio Medel (50 años, Marchena, Sevilla) es doctor en Económicas y Empresariales. Probablemente es el gestor del sistema financiero que mejor conoce los trabajos preparatorios para adaptarnos al euro. No en vano es Presidente de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y,

además, forma parte del Comité de Coordinación y del Instituto Mundial de Cajas de Ahorro y es vicepresidente de la Agrupación Europea de Cajas de Ahorros. Tampoco hay que olvidar que la CECA es la única institución española que ha sido elegida por la Comisión Europea para que forme parte del Comité de Conversión.

1. Por lo que respecta a las cajas de ahorros, los preparativos para la unión monetaria comenzaron hace ya más de dos años, y desde entonces los avances han sido notables. En la actualidad, y hasta el momento de la implantación de la moneda única, se trabaja en el ajuste técnico de nuestras entidades para que puedan operar en euros desde el 1 de enero de 1999.

Como consecuencia de los trabajos realizados por el Comité para la Moneda Única de la Confederación Española de Cajas de Ahorros, que hace más de dos años puso en marcha los planes para la adaptación al euro, las cajas de ahorros y la CECA han elaborado la Guía de Implantación al Euro, que se ha convertido en el manual para afrontar los problemas operativos y estratégicos que puedan surgir en los próximos años, hasta que desaparezcan las divisas nacionales y la única moneda de curso legal sea el euro.

Esta avanzada situación de las cajas de ahorros en el proceso de adaptación se pone de manifiesto en el hecho de que la Comisión Europea ha elegido a la CECA para formar parte del Comité de Conversión. La Confederación es la única institución española que forma parte de este comité integrado por representantes de distintos sectores, fundamentalmente los que se verán más afectados por la implantación de la moneda única, como son las entidades financieras, las asociaciones de consumidores, pymes y grandes multinacionales. Asimismo, en cuanto a los sistemas de medios de pagos, las cajas de ahorros españolas cuentan ya, a través de la tarjeta inteligente o monedero electrónico, con el sistema que transforma las pesetas en euros sin que el cliente tenga que preocuparse de realizar el cambio.

2. La mayor parte de los costes de adaptación a la moneda única pueden clasificarse por funciones y por productos. En cuanto a los primeros, la informática y la tecnología representan un 54 por 100. La formación de personal y el *marketing* son los otros capítulos que más fondo requerirán, ya que su coste ascenderá al 25 por 100 del total. Las compras de material tendrán un peso en el coste total del 6 por 100, en tanto que los asuntos jurídicos representarán el 4 por 100, mientras que la auditoría y la seguridad un 3 por 100, porcentaje igual al de la contabilidad.

«El negocio minorista, como es el de las cajas de ahorros, en una primera fase estará menos expuesto que el resto del sistema financiero»

Si el coste de la unión monetaria se analiza por productos, nos encontramos que el más elevado corresponderá a los sistemas de pago, con un 27 por 100 del total, seguido por los billetes y monedas, un 12 por 100, los depósitos, con un 10 por 100, los créditos con otro 10 por 100, y la tesorería en divisas también con un 10 por 100. Las tarjetas representarán un 9 por 100, en tanto que los mercados de capitales supondrán un 8 por 100 y los cajeros automáticos un 6 por 100.

El coste estimado de la adaptación al euro del sistema financiero español estará situado en un margen amplio que va desde un mínimo de 170.000 millones de pesetas a un máximo de 300.000 millones de pesetas. De este total, el esfuerzo más arduo recaerá en la informática, y en segundo lugar en la información al cliente.

Aproximadamente, un 90 por 100 de la población, según las encuestas más solventes realizadas sobre estos asuntos, asegura que espera que sea su entidad financiera quien le informe de los cambios que tendrá que realizar, por lo que nuestras entidades serán las que en este caso van a tener un contacto más directo con el público.

Como muestra de la magnitud del cambio, en el Plan de Adaptación de la CECA se han recogido en un inventario un total de 843 procesos de trabajo, que descompuestos en actividades simples suponen un total de 3.873 tipos que tendrán que ser modificadas para su adecuación al euro.

Definidos los cambios que deberán realizarse sobre estas actividades, el recuento final ha arrojado una cifra de 7.881 demandas de cambio que deben ser atendidas. La mayor parte de las mismas, 5.102, tienen carácter informático. Otras 732 corresponden a modificaciones que han de realizarse sobre los 418 modelos de impresos afectados por el cambio. Un total de 565 demandas afectan a las tomas de decisiones o de definición de requerimientos que tienen un carácter necesariamente previo. Hay 64 cuestiones jurídicas planteadas y 61 demandas de formación. El resto son cambios de tipo básicamente organizativo.

En suma, los costes de implantación del euro afectarán a todos los sectores, aunque con especial intensidad a las entidades financieras, por ser precisamente el dinero el principal objeto de su actividad, tanto en efectivo como en anotaciones contables.

A partir del 1 de enero del año 2002 la conversión completa de todas las cuentas y la distribución de billetes y monedas en euros, junto con la retirada de la moneda nacional, supondrá nuevos gastos para

las entidades financieras. La retirada y distribución del dinero efectivo implicará gastos tanto en el transporte como en seguridad y almacenaje. En la Unión Europea se calcula que hay en circulación 12.700 millones de billetes y 70.000 millones de monedas, con un peso aproximado de 300.000 toneladas. Sólo en España existen 1.400 millones de billetes y 15.500 millones de monedas, por un valor de 7,5 billones de pesetas.

Aparte de acortar el período transitorio, el promover el uso de medios de pago electrónicos que faciliten las operaciones ayudará a reducir todos estos costes.

3. Con la moneda única los distintos mercados sufrirán cambios intensos, de forma que en el caso del mercado monetario, que comenzará a operar en euros a partir del 1 de enero de 1999, éste será mayor y los tipos de interés estarán unificados en la zona euro. Por ello, será necesario realizar una gestión activa de la liquidez intradía derivada de la implantación de sistemas de pago en tiempo real y con aporte de garantías.

En el mercado de deuda pública se producirá una redenominación de la deuda emitida, desde el 4 de enero de 1999, de forma global por todos los títulos que tengan depositados las entidades financieras, y el nuevo nominal será el equivalente en euros de cada título. Las entidades tendrán que hacer una operación similar con cada uno de sus clientes.

En el caso del mercado de capitales, la renta fija privada seguirá cotizando porcentualmente y coexistirán emisiones en pesetas y en euros. Por su parte, la renta variable cotizará en euros desde el 4 de enero de 1999 y la expresión de los precios estará en euros. Además, las sociedades emisoras podrán efectuar la redenominación de la renta fija privada y los pagarés de empresa en el transcurso del período transitorio.

«El coste para el sistema financiero de la adaptación al euro se sitúa entre los 170.000 y 300.000 millones de pesetas»

El mercado de divisas será uno de los más afectados, ya que la desaparición de hasta un máximo de quince monedas, que en la actualidad cotizan en Europa, y su sustitución por el euro provocará un descenso de la actividad en este mercado, sólo paliado parcialmente por las monedas de países emergentes del Este europeo, Iberoamérica y Asia. La actividad de billetes extranjeros se verá también afectada, sobre todo si se tiene en cuenta el origen de los turistas que visitan España y el destino de los turistas españoles. Las entidades españolas dejarán de ser especialistas en las operaciones de cambio de su moneda para convertirse en meros participantes en un mercado más amplio.

En cuanto al mercado de derivados, estos productos van a proliferar porque la bajada de los tipos de interés y la desaparición de operaciones típicas de estos mercados como, por ejemplo, los seguros de cambio y las financiaciones comerciales en divisas de países comunitarios van a provocar un fuerte aumento en la utilización de los derivados y la creación, al mismo tiempo, de productos estructurados que amplíen la oferta de productos disponibles en el mercado.

«La avanzada situación de las cajas de ahorros en el proceso de adaptación al euro ha permitido a la CECA formar parte del Comité de Conversión»

4. Es previsible un entorno financiero más competitivo debido fundamentalmente a la existencia de un mayor número de entidades financieras y productos en el área del euro, y a la progresiva eliminación de las actuales barreras. La zona del euro será más atractiva para entidades financieras de países no integrantes de la unión monetaria europea, por la estabilidad de los tipos de interés y la unidad de los mercados.

La competencia es posible que sea más acentuada en la banca al por mayor que en la banca al por menor. Esto no significa que la segunda no se vea afectada, sino que sufrirá su impacto de una forma más tardía. En un mercado único y abierto, la banca de otros países intentará competir en los segmentos de mayor rentabilidad. Es como si, tras retrotraernos quince años, pensáramos que la banca española no entraría a competir en los segmentos al por menor que, en aquel entonces, estaban retenidos en mucha mayor proporción por las cajas de ahorros.

Mientras en la banca al por mayor esta competencia será inmediata y desde el primer momento, en el caso de las entidades dedicadas al negocio minorista, como son las cajas de ahorros, en una primera fase estarán menos expuestas que el resto del sistema financiero.

Otro de los aspectos más afectados será el de los nuevos canales de distribución. El rápido crecimiento del parque de cajeros automáticos en Europa es sólo uno de los ejemplos más visibles del protagonismo que, en los últimos años, la tecnología está adquiriendo como parte de la estrategia bancaria. Como en el caso de los cajeros, el desarrollo tecnológico está impulsando la aparición de nuevos canales de distribución, como la banca por teléfono o vía ordenador personal (*home banking*), o de productos con un elevado componente tecnológico (tarjetas de débito y de crédito, tarjetas monedero, terminales punto de venta). Todo esto, en principio, no tiene por qué restar protagonismo a la oficina bancaria tradicional, a través de la cual es más fácil

iniciar la relación con un cliente, y es necesaria también para comercializar productos más complejos (préstamos, planes de pensiones...). Y para resolver problemas que puedan tener los clientes.

Según las últimas cifras homogéneas, en Europa, en el período 1990-1994 ha aumentado de forma notable, y en algunos casos hasta espectacular, el número de cajeros automáticos instalados por las entidades bancarias europeas. En sólo cuatro años, en Europa se han instalado más de 53.000 cajeros automáticos, lo que representa un incremento del 79 por 100. La densidad de las redes de cajeros se ha incrementado de forma paralela y se situaba, a finales de 1994, en valores superiores a los tres cajeros para cada 10.000 habitantes.

5. Desde la entrada en vigor del Acta Única Europea las implantaciones o tomas de participación transnacionales de especial relieve han sido pocas, básicamente en las actividades de banca al por menor o de banca comercial. Las entidades de los países de la Unión han preferido reforzar y reestructurar sus estrategias en el mercado nacional, y han dejado en un segundo plano la idea de desarrollar una estrategia europea. De hecho, alrededor del 60 por 100 de las operaciones de adquisición o fusión realizadas por los bancos de los principales países europeos, en esta última década, han tenido como objetivo una entidad financiera del propio país frente al de otros países de la Unión Europea.

Por tanto, si se dejan de lado las actividades de banca de inversión y de banca de negocios que hace ya tiempo que se llevan a cabo a escala europea, todavía se está muy lejos de un mercado bancario integrado, y debe hablarse principalmente de distintos mercados bancarios nacionales dotados de una mayor o menor tendencia a la apertura hacia el exterior, pero que conservan peculiaridades derivadas de normas nacionales muy diferentes que afectan al negocio bancario, tales como legislación mercantil, fiscalidad, procedimientos judiciales, régimen del sector bancario, entre otros. Con la unión monetaria se dará un paso destacado para conseguir un mercado bancario sin fronteras, aunque mientras permanezcan las mencionadas diferencias en los ordenamientos jurídicos nacionales continuará un cierto grado de compartimentación de los mercados bancarios.

6. El impacto fundamental que tendrá la unión monetaria será la reducción de los tipos de interés. En el caso de los tipos de interés a corto plazo, convergerán en los países que accedan a la mencionada unión monetaria una vez que se fijen las paridades irrevocables y desaparezca el riesgo de tipos de cambio. La evolución de los tipos de interés a largo plazo dependerá de la calidad crediticia del país en cuestión y de su *rating*.

En estas circunstancias, la reducción de los tipos de interés tendrá las siguientes repercusiones en

las entidades financieras. En primer lugar, una posible reducción de la rentabilidad de los recursos propios y del pasivo flotante. Cuanto más bajos sean los tipos de interés, menor remuneración se percibirán por ambas clases de fondos en las entidades financieras. Esta reducción en los tipos de interés puede producir, asimismo, una disminución de los márgenes, ya que debe tenerse en cuenta acerca de esta cuestión un principio de proporcionalidad, de manera que no son iguales los márgenes que se obtuvieron con tipos de interés al 15 por 100 que los que se pueden registrar con tipos de interés al 5 por 100. Aunque la reducción de márgenes afecta tanto al pasivo como a las operaciones de activo.

A este respecto, hay que tener en cuenta que la disminución de márgenes se puede compensar, parcialmente, con el aumento de la actividad económica que debe producirse en un entorno de bajos tipos de interés.

En el mismo sentido que actúan los márgenes comerciales, lo hacen las comisiones que se obtienen por la gestión de los fondos de inversión y, aunque no se puede afirmar que a tipos de interés más bajos los ingresos tengan que ser más bajos, éstos se verán igualmente afectados por el incremento de la competencia con la llegada de gestoras de fondos europeos.

Otro de los efectos de la moneda única será el de la reducción de los ingresos relacionados con los fondos de pensiones, ya que los fondos de pensiones internos que se mantienen en el balance no se rentabilizan de igual forma cuando se reducen los tipos de interés, y siempre van a ser necesarios ingresos financieros para hacer frente a los derechos adquiridos por los empleados.

El control y la reducción de los gastos de explotación se convierten así en una de las claves de la gestión para los próximos años. De hecho, la prudencia en la gestión de nuestras entidades y la mejora en los mecanismos de control de riesgos de cualquiera de las áreas de actividad de las mismas han asegurado la estabilidad de nuestro sector, que en los últimos diez años ha experimentado una fuerte transformación hasta situarlo en la actualidad en una buena situación competitiva frente a otros sistemas financieros europeos.

7. Éste es un asunto que las cajas de ahorros no pueden obviar, ya que a medida que los mercados se han hecho más amplios la dimensión de las empresas se ha hecho mayor. Es una constatación histórica que de los mercados locales se ha pasado a los regionales, de éstos a los nacionales y de ahí a los internacionales, y este proceso ha hecho que la dimensión media de las empresas haya aumentado. Por esta razón, creo que al analizar la dimensión más conveniente que debe adoptarse para afrontar esa nueva configuración de los mercados no debe descartarse ninguna alternativa por parte

de las cajas. Por ello, es posible que se produzcan más procesos de fusión, más alianzas y que, además, se refuerce la cooperación entre las cajas de ahorros. La cooperación a escala nacional e internacional a través de la CECA es una de las vías más adecuadas para lograr esta dimensión.

En cualquier caso, al hablar de la dimensión ha de tenerse siempre presente el tipo de negocio que la entidad financiera acometerá. En el marco de la Europa integrada no hay en la actualidad entidades financieras que dispongan del tamaño adecuado para realizar banca al por menor, por lo que la cuestión del tamaño de entidad no es una necesidad exclusiva de las entidades financieras españolas.

«Las cajas de ahorros, aunque sufran una fuerte repercusión por la entrada en vigor del euro, no deben temer los desafíos que presenta la moneda única»

José Ignacio Berroeta Echevarría

Presidente de Bilbao Bizkaia Kutxa

Las cajas de ahorros van a sufrir, como el resto del sistema financiero, una fuerte repercusión por la entrada en vigor del euro. Sin embargo «no deben temer en ningún caso los desafíos que presenta la moneda única». Así lo cree el presidente de la BBK, José Ignacio Berroeta, uno de los hombres que mejor conoce el mundo empresarial y financiero vasco. En su opinión, en la banca al por menor «la cercanía de la clientela, el conocimiento de los mercados y las barreras lingüísticas y culturales son más importantes que las economías de escala asociadas al tamaño de las entidades financieras».

Esto no quiere decir que no haya que hacer nada. Berroeta considera que, en la medida en que los mercados se hacen más amplios, «las entidades operantes se hacen lógicamente más pequeñas y, por consiguiente, más frágiles». Por tanto, en su opinión, el entorno del euro exigirá un mayor volumen para las entidades que no alcancen el tamaño mínimo crítico para acometer las inversiones necesarias de adaptación al euro. Afirma que «más que hablar de una mayor dimensión habría que hablar de un tamaño eficiente».

José Ignacio Berroeta (58 años, Bilbao), licenciado en Ciencias Económicas por la Facultad de Bilbao, ha desarrollado su vida profesional a caballo entre la industria y el sector financiero. Ha pasado por General Eléctrica, Frabrelec, Westinghouse, y desde 1978 se convirtió en un hombre del Vizcaya. Tras la fusión con el Bilbao se convierte en director general, siendo también de Banca Catalana y del Induban. Pero actualmente es presidente de la BBK y de la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarra y es consejero de CAF, Iberdrola, Airtel y Euskaltel.

1. En general hay una sensibilización bastante importante dentro de las entidades financieras sobre el cambio operativo y estratégico que supondrá la implantación del euro. Por un lado, las fusiones y

movimientos de consolidación que se están dando entre las entidades financieras europeas en este momento responden a una estrategia preventiva ante la ampliación de los mercados que supondrá la aparición del euro. Por otro, en el seno de todas las organizaciones financieras, al menos entre las grandes, están apareciendo grupos de trabajo para planificar la adaptación operativa del euro. En cualquier caso, sería deseable un mayor dinamismo de estos grupos debido a la inminencia de las fechas y a la necesidad de tener una respuesta anticipada a los problemas que se crearán con la aparición de la nueva moneda.

«En unos mercados monetarios y financieros más amplios, las entidades operantes se hacen más pequeñas y frágiles»

2. En principio, las más urgentes serán las derivadas de la armonización de los sistemas de pagos mayoristas vinculados al sistema TARGET, lo cual requerirá una adaptación informática rápida en las áreas de tesorería y en los mercados de deuda pública. Los sistemas de pagos minoristas será necesario, por una parte, adaptarlos a la operativa en euros y, por otra, duplicarlos para que los mecanismos de transferencia de fondos permitan la realización de operaciones en euros y en pesetas. Toda esta adaptación de los sistemas de pagos requerirá una serie de acuerdos entre todas las entidades financieras del sector, tanto a nivel nacional como internacional. Otras áreas que pueden originar problemas de adaptación son las áreas de contabilidad, las cuentas de clientes, los sistemas de control interno y las operaciones de créditos y depósitos donde la transformación paulatina de las cuentas al euro se realizará a petición del cliente bajo el principio de «no prohibición, no obligación». En general, creo que será más difícil la transformación en los sistemas de pagos minoristas y en las cuentas de clientes, porque ello implicará la necesidad de duplicar los sistemas informáticos y contables para permitir la realización de operaciones en una doble unidad de cuenta.

3. En unos mercados monetarios y financieros más amplios las entidades operantes se hacen, lógicamente, más pequeñas y, por consiguiente, más frágiles. En el seno de estos mercados financieros operarán dos principios importantes: por un lado, el principio de la responsabilidad nacional sobre la deuda en circulación (*no bail out*) se trasladará al sector financiero para hacer que cada entidad, cumpliendo la normativa sobre capitalización de las entidades de crédito, sea responsable del nivel de riesgo asumido. Por otra, el mayor número de agentes operantes en los mercados de capitales implicará un mayor desconocimiento por parte de todas las entidades, lo cual será salvado a través del papel

más activo que jugarán las agencias de *rating*. En nuestro caso, además de los posibles movimientos estratégicos que puedan derivarse de la constitución de un gran mercado en euros, la conjugación de ambos principios pondrá de manifiesto la necesidad de dotarse de sistemas de control de riesgos rigurosos y eficientes.

«En la banca al por menor se ha demostrado que la cercanía de la clientela y las barreras lingüísticas y culturales son más importantes que las economías de escala»

4. El euro afectará a todos los tipos de la actividad bancaria, pero el impacto en cada uno de ellos será desigual. Cabe esperar una mayor y más rápida repercusión del euro en la banca mayorista y en la banca de inversiones, debido a la desaparición de las monedas y a que la creación de mercados unificados en euros añadirá más competencia, más internacionalización y mayor transparencia en precios en este segmento del mercado. La aparición del euro implicará una reestructuración de las áreas financieras de las empresas multinacionales al mismo tiempo que los propios mercados se convertirán, tras su ampliación, en un competidor más poderoso frente a las entidades de crédito en la captación de recursos para financiar proyectos empresariales.

En el segmento minorista, el impacto del euro será importante aunque las consecuencias del mismo sufrirán un mayor retraso en función de las mayores barreras de entrada que presenta este sector. En la banca al por menor, se ha demostrado que el conocimiento de los mercados, la cercanía de la clientela y las barreras lingüísticas y culturales son más importantes que las economías de escala asociadas al tamaño de las entidades financieras. De manera que las cajas de ahorros, aunque sufran una fuerte repercusión por la entrada en vigor del euro, no deben temer en ningún caso los desafíos que presenta la moneda única. Por el contrario, será una nueva oportunidad para las entidades que mejor sepan responder a los retos asociados a la implantación del euro.

5. En el fondo, la unión monetaria no es más que la culminación de un proceso de integración de mercados. Pero los efectos de la globalización y de la internacionalización son anteriores y han sido más significativos en relación con la mayor competencia a la que se han visto sometidas las entidades financieras. En este contexto, la unión monetaria no supondrá un salto cualitativo, pero sí cabe esperar un reforzamiento de las tendencias de aumento de la rivalidad por la captación de cuota de mercado, tanto en inversión como en financiación. En consecuencia, es posible una mayor competencia transfronteriza especialmente en aquellos productos financieros con un mayor componente de precio,

aunque, contrariamente a lo que se dice típicamente, el nivel de competencia en el sistema financiero español es ya muy alto. En todos aquellos productos ligados con el servicio y con una relación de proximidad con la clientela, funcionarán las barreras de entrada propias de la banca al por menor.

6. En primer lugar, las entidades financieras deberán absorber el impacto en costes que supondrá la adaptación operativa que permita realizar transacciones en una doble unidad de cuenta, la peseta y el euro. Ello supondrá inversiones de adaptación importantes que podrían poner en aprietos los resultados de algunas entidades, sobre todo las que no tengan una dimensión suficiente para acometer la renovación tecnológica necesaria de adaptación al euro. Por otra parte, y ya se están viendo los primeros movimientos en Europa, el euro traerá consigo un impulso a las fusiones y alianzas empresariales con objeto de blindar la posición de mercado y resistir mejor frente al nuevo entorno competitivo que se creará en los mercados denominados en euros. Esta tendencia hacia el aumento del tamaño de las entidades financieras será posiblemente más acuciante para aquellas que tengan problemas de capitalización, de estructura o de falta de flexibilidad organizativa, de manera que las entidades que cumplan los requisitos básicos en solvencia, control de costes, control de riesgos y rentabilidad serán las que puedan decidir libremente cualquier opción estratégica en el escenario euro.

7. Indudablemente, la dimensión es una variable básica en el desarrollo de las instituciones financieras. Además, el entorno del euro exigirá un mayor volumen para las entidades que no alcancen el tamaño mínimo crítico para acometer las inversiones necesarias de adaptación al euro y en aquel sector del mercado donde la dimensión y la solvencia permitan conseguir mejores condiciones de financiación o mayores niveles de *rating*. Dicho esto, hay que señalar que, para las entidades con vocación local o regional, el tamaño deberá adecuarse a su propio mercado. En este sentido, más que hablar de una mayor dimensión habría que hablar de un tamaño eficiente, acorde con el propio entorno operativo en el que se desarrollen sus actividades. Naturalmente, una manera de abordar la dimensión de las entidades financieras es la cooperación y las alianzas estratégicas entre entidades. De hecho, los mercados del euro exigirán siempre acuerdos amistosos entre entidades, ya que el propio nivel de capitalización de las entidades operantes impedirá o dificultará la vía de las adquisiciones u OPAS hostiles.

«Nos encontramos mejor que otros sistemas bancarios europeos»

Miguel Blesa de la Parra

Presidente de Caja Madrid

El Presidente de Caja Madrid, Miguel Blesa, está convencido de que la integración monetaria es un catalizador de los cambios que ya se registraban en el sector financiero. En su opinión, el euro lo que hace es acelerar el proceso, por lo que las entidades financieras de nuestro país también tienen que acelerar a la hora de definir sus estrategias.

El responsable de una de las grandes cajas españolas es claro al afirmar que el afán por la dimensión no parece tener fin a la vista de los continuos movimientos que a nivel mundial se están produciendo. Sin embargo, advierte que «no parece que ésta sea una carrera a la que todas las entidades financieras deban o puedan incorporarse». Él lo tiene muy claro: «Cada entidad debe definir el tamaño que le resulta más adecuado al tipo de actividad que desarrolla, ya que seguirán existiendo entidades de ámbito global, nacional y regional». Y la solución que apunta para aprovechar y defenderse en el nuevo contexto son los acuerdos de cooperación con otras entidades o mediante alianzas estratégicas.

Miguel Blesa (50 años, Linares, Jaén) es licenciado en Derecho e inspector financiero y tributario del Estado. Desde 1993 entró de lleno en el sector financiero como miembro del consejo de administración de Caja Madrid.

Desde entonces ha recorrido todos los puestos directivos de la entidad hasta llegar a su máxima responsabilidad. Como inspector financiero y tributario conoce por dentro el mundo de las empresas, sus estrategias y su situación. Por eso, cuando afirma que «nos encontramos mejor que otros sistemas bancarios europeos» sabe lo que dice.

1. El sistema financiero español, a través de la AEB y de la CECA y tutelado por el Banco de España, ha diseñado la adaptación del marco operativo en el que las entidades bancarias han de continuar actuando en el entorno UEM, tanto entre sí como en sus relaciones con el Banco de España,

Tesoro Público y mercados financieros. Este marco de referencia acordado constituye un elemento fundamental para que las entidades individualmente inicien su propia adaptación operativa. Puede decirse que, en este sentido, nos encontramos mejor que otros sistemas bancarios europeos. Desde el punto de vista estratégico, es difícil saber cómo de avanzados se encuentran los trabajos. Realmente, el euro más que aportar elementos muy novedosos a los planes estratégicos diseñados por cada entidad, lo que viene es a intensificar y acelerar los factores de cambio que justifican las distintas estrategias adoptadas por las entidades financieras.

2. Desde el punto de vista de la adaptación operativa, no parece que sea preciso introducir grandes cambios, ya que, en gran medida, las reglas de funcionamiento de los distintos mercados financieros españoles son plenamente acordes con los que imperan a nivel internacional y, por otra parte, las exigencias en materia de información que pesan sobre las entidades bancarias siempre han sido en España muy importantes. En cuanto a los aspectos contables, hay que decir que todavía no se ha avanzado mucho en la normativa que, sin duda, va a afectar tanto a las entidades financieras como a las empresas en general. Las adaptaciones informáticas, por último, son las más significativas, mucho más porque coinciden en un momento en que también se está abordando un tema de tanta trascendencia como es el de la adaptación al año 2000. En todo caso, el alcance y el coste van a depender, en gran medida, del tipo de infraestructura informática que tenga cada entidad y de la antigüedad y flexibilidad de sus aplicaciones informáticas.

3. La moneda única lleva implícito un inevitable proceso de concentración de los mercados monetarios y de capitales europeos, aun cuando parece evidente que algunas actividades continuarán desarrollándose en ámbitos nacionales. Por ello, las entidades que ostentan un papel de primera fila en este tipo de actividad en los actuales mercados nacionales se plantean seguir optando a lugares destacados en el nuevo ámbito, con presencia en los nuevos centros financieros que se configuren. El objetivo es poder seguir prestando a los clientes un servicio de calidad a nivel operativo y eficiente en precio, sobre una gama de activos financieros y oportunidades de inversión, progresivamente más amplia y variada, pero sin riesgo de cambio. Las entidades menos activas en estos mercados deberán replantearse el modo de acceso, ya que directamente puede resultarles poco eficiente.

4. La incidencia no va a ser igual, ni por el momento del impacto ni por el alcance del mismo. En la actividad mayorista se va a producir un impacto inmediato desde el primer día de la UEM, 1 de enero de 1999, ya que el inicio de la política monetaria única impone nuevas normas de funcionamiento en

todos los mercados y en todas las entidades que operen en ellos, al tiempo que los grandes clientes adaptarán rápidamente sus decisiones financieras al nuevo entorno europeo. Se podría decir, sin embargo, que es un paso más en el fenómeno de la globalización a la que tan acostumbrado está este tipo de negocio.

«El afán por la dimensión no parece tener fin a la vista de los continuos movimientos que a nivel mundial se están realizando»

Por el contrario, en la actividad minorista el impacto será más dilatado en el tiempo, pero puede llegar a tener más calado que en el caso de la actividad mayorista, pudiendo cuestionar la capacidad de supervivencia de alguna entidad. Las actividades que registrarán cambios más significativos son las vinculadas a los medios de pago y tarjetas de crédito, así como la inversión colectiva y el ahorro previsión.

5. El nivel de competencia interior que registra el sistema bancario español se ha intensificado mucho en los últimos años, especialmente en determinadas líneas de productos (hipotecarios, créditos al consumo e incluso tarjetas de crédito). En estos casos, no cabe esperar presiones adicionales; sin embargo, la desaparición del tipo de cambio, unido al desarrollo de los canales alternativos para la distribución de productos financieros, abre una puerta de competencia potencial para determinados productos que podría ser aprovechada claramente por entidades bancarias de ámbito europeo. De todas formas, también hay que pensar que no todas las entidades bancarias de la futura UEM pueden, por razones de tamaño, tener aspiraciones europeas o transfronterizas, mientras que la gran mayoría se tendrá que concentrar en defender sus propios ámbitos de actuación, haciendo de la especialización y el conocimiento de las necesidades de sus clientes su principal ventaja comparativa.

«La incidencia del euro no va a ser igual, ni por el momento ni por el alcance del mismo, para toda la actividad bancaria».

6. La integración monetaria, como catalizador de los cambios que ya se registran con mayor o menor intensidad en el sector financiero, exige respuestas estratégicas en diversos frentes. Entre ellas, las relacionadas con el ámbito de actuación más adecuado para el tamaño de cada entidad, la combinación más idónea de canales de distribución en función del tipo de clientes, la apuesta por la calidad de servicio, la oferta complementaria de productos que pueden aportar determinados acuerdos

de colaboración y alianzas, y la capacidad efectiva de cada entidad para hacer frente a las inversiones tecnológicas necesarias y a una cada vez más compleja gestión del riesgo.

7. El afán por la dimensión no parece tener fin a la vista de los continuos movimientos que a nivel mundial están protagonizando, entre otros, los grandes bancos, las principales gestoras de fondos o las mayores compañías aseguradoras. Sin embargo, no parece que ésta sea una carrera a la que todas las entidades financieras deban o puedan incorporarse. Cada entidad debe definir el tamaño que resulta más adecuado según el tipo de actividad que desarrolla y, en este sentido, seguirán existiendo entidades de ámbito global, junto a entidades que se mantienen fuertes en sus mercados nacionales y a otras que consiguen mantener cuotas significativas en mercados regionales. Pero también parece lógico pensar que, quizá cada vez más, se puede plantear la conveniencia de abordar determinados proyectos, mercados o negocios mediante acuerdos de cooperación con otras entidades o mediante alianzas estratégicas.

«No parece probable que la implantación de la moneda única conlleve un cambio radical del escenario financiero español»

José Vilarasau Salat

Director General de «La Caixa»

Para el directivo de Cajas más influyente del país, José Vilarasau, la implantación del euro no conlleva un cambio radical de escenario, aunque supondrá un paso más en el elevado nivel de competencia que ya existe en el sector. Para él la actividad en la banca minorista no va a cambiar de una manera dramática, ya que las inmensas redes de oficinas «van a seguir constituyendo una importante barrera a la entrada de competencia extranjera». Por tanto, cree que la adopción del euro supone un paso más en el profundo proceso de transformación que desde hace una década se está produciendo en el sistema financiero español.

La receta que Vilarasau piensa aplicar a «La Caixa» es la clásica, la que siempre ha adoptado y que le ha dado excelentes resultados: redoblar la lucha por reducir los costes de explotación, incrementar la productividad y eficiencia de los trabajadores y mejorar el control del riesgo. Junto a ello considera imprescindible optimizar las redes de oficinas, aprovechar las nuevas tecnologías de comercialización para aprovechar el potencial de su grupo financiero y, sobre todo, tomar medidas para fidelizar a la clientela.

Josep Vilarasau (66 años, Barcelona) ya es un clásico del sistema financiero español. Conoce el negocio como nadie, por lo que en más de una ocasión le han propuesto para dirigir uno de los grandes bancos españoles. Sin embargo, ha preferido seguir a la cabeza de una gran Caja, que junto a la de Madrid es una de las más grandes de Europa, por considerar que coincide más con su proyecto de vida. Sin lugar a dudas, Vilarasau es un referente imprescindible de cara a las estrategias que las entidades financieras van a realizar ante el nuevo milenio que se iniciará en el plazo de tres años.

1. Las entidades financieras ya han dado sobradas muestras, durante los últimos años, de su capacidad de adaptación, por lo que la adopción del euro supone un paso más en este proceso de transformación, ante el cual estoy convencido de que las

entidades españolas sabrán responder adecuadamente, tanto afrontando problemas como aprovechando las nuevas oportunidades de negocio.

2. La partida de mayor envergadura va a corresponder a los costes informáticos, puesto que la adopción del euro como nueva unidad monetaria implica la modificación de la mayoría de procesos y programas. En particular, con la nueva moneda se volverá al uso de los decimales y será necesario adaptar todos los cajeros automáticos y dispensadores de efectivo al formato de los futuros billetes, así como los derivados de la modificación de manuales, normativas, contratos, impresos, etcétera.

Por otra parte, las entidades de crédito tendrán que desarrollar una importante tarea de información y asesoría a sus clientes, sobre todo a los particulares y a las pequeñas y medianas empresas.

3. Uno de los efectos sobre los mercados monetarios y de capitales será un mayor acceso a la liquidez de los mercados en el área del euro. La mayor facilidad para conseguir y colocar fondos es, precisamente, uno de los factores que ayudarán a mantener los tipos de interés en los mismos niveles en toda Europa y, por tanto, relativamente bajos para lo que ha sido habitual en España.

En los mercados de renta fija, el saneamiento de las finanzas públicas supondrá, a largo plazo, un estancamiento o incluso reducción del volumen de deuda en circulación. En cuanto a la renta variable, un mercado integrado, donde todos los precios se fijan en euros, sin riesgo de cambios, hará que el inversor tenga más donde escoger y que aumente su interés por la Bolsa.

4. El mayor impacto, y también el más inmediato, se dará con toda seguridad en la actividad relacionada con los mercados financieros, puesto que ya desde el inicio de la tercera fase quedarán muy homogeneizados, perdiendo las entidades nacionales las ventajas que hasta el momento les representaba su mejor conocimiento de la operativa y características de los mercados domésticos.

Desaparecerán las comisiones por cambio de moneda, pero es posible que el mayor volumen de transacciones internacionales propiciado por la moneda única supla, en parte, esta pérdida. La actividad de banca minorista es la que, al menos a corto y medio plazo, va a verse poco afectada, ya que se disfruta, de partida, de importantes ventajas competitivas. Así, las densas redes de oficinas van a seguir constituyendo una importante barrera a la entrada de la competencia extranjera.

5. No parece probable que la implantación de la moneda única conlleve un cambio radical de escenario aunque, desde luego, sí que implicará un nuevo avance en el nivel de competencia del sector.

6. El nuevo marco económico, unido al reforzamiento de la competencia, seguirá presionando a la baja los márgenes financieros de las entidades de crédito, por lo cual las entidades deberán redoblar sus esfuerzos en su lucha por reducir los costes de explotación. Será necesario, pues, seguir trabajando para lograr avances significativos en productividad y eficiencia, así como para mejorar en la medida de lo posible los sistemas de control de riesgos.

«Las extensas redes de oficinas van a seguir constituyendo una importante barrera a la entrada de competencia extranjera»

Se prevé la optimización de las redes de oficinas y de las nuevas tecnologías de comercialización, potenciando su uso como canales de distribución de los productos de todo el grupo financiero y tomando medidas que fomenten la fidelización de la clientela.

7. Cada entidad tendrá que valorar si su dimensión es o no la más adecuada en función del papel que quiera desempeñar en el nuevo escenario que se configurará tras el establecimiento de la unión económica y monetaria, un escenario mucho más amplio tanto geográficamente como por el número de competidores potenciales.

«Cabe esperar cambios importantes en el mapa del sistema financiero europeo»

José María Amusátegui

Presidente del Banco Central Hispano

El Presidente del BCH parece tener meridianamente clara la estrategia que su entidad va a utilizar ante la revolución que supone la implantación del euro. «La introducción del euro —afirma— exige a las entidades alcanzar la masa crítica suficiente para competir a nivel europeo». Por tanto, es previsible que se fortalezcan las estrategias de búsqueda de tamaño en los negocios de banca mayorista. Ello supondrá una mayor profundización de las alianzas existentes de entidades españolas con otros bancos europeos. También deberán «buscarse nuevas alianzas para ganar presencia en nuevos mercados hoy no cubiertos». Le preocupa menos alcanzar dimensión en el negocio típico minorista. Piensa que en este negocio «el factor clave es la capacidad de distribución donde la capilaridad de la red es sobradamente amplia».

Por tanto, el BCH no parece estar pensando en fusiones, aunque es consciente de que se van a producir cambios importantes en el mapa del sistema financiero europeo. Amusátegui (65 años, San Roque, Cádiz) conoce a la perfección el sistema financiero y empresarial español. Abogado del Estado, sobre todo es un gestor empresarial. Ha pasado por Altos Hornos de Vizcaya, por el INI, ha presidido Astilleros Españoles, ha sido presidente de Campsa, presidente del Urquijo Unión, vicepresidente de Telefónica, presidente del Hispano y con la fusión con el Central asumió la presidencia única del consejo de administración; desde junio de 1993 es también presidente de Unión Fenosa. Es decir, conoce los problemas nada más verlos y tiene la experiencia suficiente como para saber que la estrategia es el elemento fundamental a la hora de sacar un proyecto hacia adelante.

1. Desde el punto de vista operativo, los bancos en España avanzan a buen ritmo. La AEB publicó el pasado mes de julio la segunda versión del «Manual

operativo para la introducción del euro», que define soluciones comunes para muchos de los problemas operativos planteados por la introducción del euro. El manual también ha recibido el visto bueno del Banco de España. Las soluciones concretas en él planteadas demuestran que el trabajo realizado hasta ahora por los bancos españoles está por delante de lo que se ha hecho en los principales países europeos.

A título individual, la mayoría de los bancos han creado comisiones para analizar el proceso de sustitución de la peseta por el euro y su impacto en las distintas áreas de cada banco. Muchos tenemos prácticamente finalizada ya la introducción de los cambios necesarios y estaremos en disposición de ofrecer todos nuestros servicios en euros a partir del 1 de enero de 1999. Asimismo, hemos iniciado campañas de información a clientes y al público en general, con la organización de más de 65 conferencias y seminarios, la publicación de 180.000 informes y folletos, y hasta un cómic, y la creación de servicios de información especializada por teléfono e Internet.

2. Las entidades de depósito tendremos que estar preparadas para operar en euros a partir del 1 de enero de 1999. Esto exige adaptación de los sistemas informáticos, formación del personal, revisión de contratos y demás documentos jurídicos, diseño y comercialización de productos en euros, así como una importante campaña de información a los clientes. En España, una encuesta de la AEB ha estimado que más de la mitad del coste de adaptación del sistema bancario, incluidas cajas, al euro se debe a los ajustes informáticos. El cambio más costoso es la incorporación de campos para decimales, un cambio sencillo, pero que afectará a todos los programas y aplicaciones (más de 20.000 en nuestro Banco). Asimismo, será necesario introducir un nuevo campo de moneda y un convertidor que permita pasar de euro a moneda nacional y viceversa automáticamente, ya que la banca se verá obligada a utilizar las dos denominaciones (peseta y euro) y a hacer todas las conversiones necesarias entre ambas durante la transición. La banca española, a diferencia de lo que se ha decidido en otros países europeos, va a realizar la transferencia de fondos en las dos monedas simultáneamente para asegurar al cliente la perfecta reversibilidad de la operación sin que se vea perjudicado por problemas de redondeo. El coste informático de la introducción del euro aumenta significativamente por la decisión política de hacer un período de transición excesivamente largo (tres años) durante el que coexisten dos monedas.

La segunda partida más importante de coste operativo es la formación de nuestros empleados (más de 20.000 en nuestro Banco), pues el euro supone la modificación de nuestra herramienta de trabajo, el dinero. Nosotros hemos hecho una apuesta es-

tratégica por la formación en el euro como una señal de calidad.

3. A corto plazo, la sustitución de las monedas nacionales por el euro supondrá la desaparición de una serie de ingresos de la banca, como son las comisiones por cambio de divisas y los beneficios asociados al negocio de arbitraje y de derivados en monedas europeas. Una pérdida que nuestro Banco estima en 100.000 millones de pesetas anuales para todo el sistema. A medio plazo, los bancos podrían beneficiarse de la mayor ampliación y liquidez de los mercados financieros europeos, y del negocio que generará el mayor atractivo del euro como moneda internacional. Sin embargo, la desaparición de las monedas nacionales puede llevar a la concentración de las operaciones de banca corporativa y de algunos mercados de capitales en los principales centros financieros del área UEM, como Londres, París o Francfort.

Por tanto, aunque el euro ampliará el volumen potencial de negocio de los bancos en los mercados monetarios y de capitales, también exigirá a las entidades bancarias españolas un elevado nivel de eficiencia para mantener cuotas de mercado en un nuevo entorno más competitivo. Baste citar que pasaremos de un mercado con 450 competidores como el español a uno de más de 2.000 instituciones financieras en la UEM.

«La introducción del euro exige a las entidades alcanzar las masas críticas suficientes para competir a nivel europeo»

Para hacer frente a este reto, llevamos trabajando intensamente en el BCH desde hace más de tres años.

4. El euro afectará a todas las áreas de la banca, aunque de forma más notable e inmediata a las actividades de banca mayorista y a aquellas parcelas de la banca minorista más expuestas a las economías de escala. En este área del negocio, la desaparición de la moneda nacional supone la eliminación de una de las pocas barreras significativas a la competencia a nivel europeo.

En particular, existe riesgo de pérdida de negocio en actividades en las que la moneda nacional supone una ventaja competitiva para los operadores domésticos. Concretamente, el riesgo es muy alto en operaciones de divisas, deuda pública y derivados, que tenderán a concentrarse en pocos y grandes operadores en los centros financieros más importantes. El efecto escala es también importante en la gestión de los fondos de inversión, fondos de pensiones y seguros, aunque no en su comercialización.

Sin embargo, los vínculos con los clientes locales

permitirán a los bancos españoles encontrar interesantes oportunidades en los mercados de renta fija privada y acciones. Estos mercados se verán muy favorecidos por el entorno de tipos de interés bajos y estables en la zona euro.

Inicialmente, la banca al por menor se verá protegida por una serie de características propias que no desaparecerán con la UEM: la proximidad física, las diferencias jurídicas e institucionales, la diversidad de culturas e idiomas y las particularidades de los sistemas de pagos minoristas. No obstante, a medio plazo, a medida que se vayan modificando los hábitos de los clientes bancarios españoles, la red de oficinas tradicional puede ir perdiendo su importancia como fuente de ventaja competitiva.

5. La UEM efectivamente aumentará la presión competitiva transfronteriza, como resultado de la transparencia de precios y de la eliminación de la moneda nacional como barrera de entrada al mercado doméstico. Esto llevará a una armonización de los precios de productos y servicios bancarios en el área UEM, que se verá favorecida, además, por el desarrollo de los nuevos canales de distribución.

«Habrá que buscarse nuevas alianzas para ganar presencia en nuevos mercados hoy no cubiertos»

Como consecuencia, cabe esperar cambios importantes en el mapa del sistema financiero europeo. Con el euro se obtiene un verdadero mercado único europeo, lo que obliga a pensar en el cliente europeo y también en el competidor europeo. El gran reto del sistema bancario español será hacer frente a este incremento de la presión competitiva.

6. Para afrontar los retos que se derivan de la introducción del euro, las entidades financieras españolas tendrán que identificar y aplicar estrategias que les permitan aprovechar las oportunidades del nuevo escenario.

Las palabras clave son diversificación y economías de escala: diversificación a nuevos mercados y productos y economías de escala en aquellas líneas de negocio que lo permitan. Las entidades deberán aumentar la presencia en mercados menos saturados, con mayor potencial de crecimiento. Al mismo tiempo, tendrán que extender el negocio financiero a productos alternativos para compensar las pérdidas de negocio y la reducción de comisiones en los mercados de la UEM. Por otra parte, también será importante fortalecer las alianzas estratégicas con otros bancos del área euro en actividades concretas o en nuevos mercados, lo que permitiría a las entidades españolas aprovechar mejor las economías de escala que ofrece el gran mercado de la UEM.

Estas estrategias tendrán que estar acompañadas por un esfuerzo para maximizar los niveles de eficiencia, productividad y calidad de servicio.

7. La introducción del euro exige a las entidades alcanzar las masas críticas suficientes para competir en actividades vinculadas a los mercados de capitales integrados a nivel europeo. Por tanto, es previsible que se fortalezcan las estrategias de búsqueda de tamaño en los negocios de banca mayorista. Ello supondrá una mayor profundización de las alianzas existentes de entidades españolas con otros bancos europeos. También deberán buscarse nuevas alianzas para ganar presencia en nuevos mercados hoy no cubiertos.

Por su parte, la dimensión en el negocio típico minorista es menos relevante. En este negocio, el factor clave es la capacidad de distribución, donde la capilaridad de la red es sobradamente amplia.

«El euro supone un cambio muy importante para la industria financiera europea puesto que va a otorgarse una nueva constitución monetaria»

Emilio Botín

Presidente del Banco Santander

Para el primer banquero del país, la puesta en marcha de la unión monetaria en enero de 1999 supone un cambio muy importante para la industria financiera europea puesto que los países europeos van a otorgarse una nueva constitución monetaria que tendrá implicaciones inmediatas de gran calado. Su impacto va a ser operativo, tecnológico y sobre todo, estratégico. Pero el Presidente del Santander no parece estar pensando ni en fusiones ni en alianzas defensivas. Todo hace suponer que continuará con la estrategia de diversificarse geográficamente, incluso dentro del viejo continente. Su respuesta en este sentido es significativa: «La consecución de una dimensión europea no pasa necesariamente por una única estrategia: algunos optarán por adquirir tamaño vía fusiones, otros por diversificarse geográficamente, otros por construir alianzas. En todo caso la clave estará en mejorar la eficiencia».

Emilio Botín (63 años, Santander) es abogado y economista por la Universidad de Deusto y ha dedicado toda su vida al Banco Santander, entidad de la que él y su familia son los máximos accionistas. Ha recorrido todo el escalafón del Banco y se ha aprendido el oficio empezando desde abajo. Por esta razón conoce el Santander perfectamente. Nunca le han gustado las fusiones, siempre ha preferido las absorciones, las estrategias ofensivas y la expansión territorial. Nadie puede negar que es un banquero de éxito.

1. Sin lugar a dudas, la puesta en marcha de la unión monetaria europea en enero de 1999 supone un cambio muy importante para la industria financiera europea, puesto que los países europeos van a otorgarse una nueva constitución monetaria que tendrá implicaciones inmediatas tanto sobre la orientación e instrumentos de política económica, como sobre el comportamiento de los agentes económicos y sociales. Pero el euro no marca el inicio del *big-bang* del sector financiero europeo, sino más bien un acelerador de los cambios que, como consecuencia de las tendencias demográficas y de la li-

beración iniciada hace ya más de una década, han ido paulatinamente transformando las estrategias de negocio y los planteamientos de negocio de las entidades financieras europeas.

En los últimos diez años el sector financiero español ha experimentado una transformación mucho más intensa que la que se ha vivido en otros países europeos, lo que le ha permitido, apoyándose en bases más sólidas que en el pasado, mantener su posición destacada en el *ranking* europeo de rentabilidad, eficiencia y diversificación. De hecho, el sistema financiero español es junto al holandés y el británico uno de los sistemas mejor preparados para hacer frente al reto del euro.

2. Los impactos del euro para las entidades financieras se pueden clasificar básicamente en tres áreas. De una parte, están los *impactos estratégicos* que hay que asociar a la posible reestructuración del mapa financiero europeo y a los cambios en la estructura de negocios y nivel de competencia en el sector. De otra, están los *impactos operativos* que conllevará la aparición de nuevos productos, nuevos clientes, nuevos competidores y nuevos canales de distribución. Y en tercer lugar, los *impactos tecnológicos* vinculados a la creación de nuevas plataformas capaces de hacer frente al cambio de unidad de cuenta y al problema del «efecto año 2000», más los *impactos de formación* —es decir, de acumulación de capital humano en las entidades para poder atender eficazmente a los clientes— y *de comunicación*.

Alrededor del 80 por 100 de los costes de adaptación los generan estos tres últimos tipos de impactos. Estos costes son de una vez por todas, y de la eficiencia con la que se realicen va a depender la capacidad futura de generación de resultados de las entidades.

3. El impacto inmediato del euro sobre los mercados monetarios es que en Europa van a dejar de existir 12 curvas de rentabilidades. Tan sólo habrá una curva de rentabilidades que estará anclada en el tipo de intervención único para toda España que se fije en las subastas periódicas del Banco Central Europeo.

Por lo que respecta a la curva de rentabilidades de los mercados de deuda, la desaparición del riesgo de tipo de cambio hará que los diferenciales de los emisores soberanos tan sólo reflejen el riesgo de crédito y de liquidez, lo que, posiblemente, supondrá diferenciales no superiores a los 30 puntos básicos.

Ambos efectos tendrán como consecuencia la pérdida de la ventaja comparativa que otorgaba un mejor conocimiento de los mercados nacionales. A cambio, los ahorradores y los emisores contarán con mercados más líquidos y profundos, en los que

aparecerá una oferta más diversificada y ajustada a las preferencias de liquidez, riesgo y rentabilidad.

«El sistema financiero español es junto al holandés y al británico uno de los más preparados para hacer frente al reto del euro»

4. Inicialmente, el segmento de negocio más afectado será la banca mayorista —*corporate banking* y mercados de capitales—, pero es evidente que, a medida que se vaya configurando el mercado bancario europeo, las pautas de comportamiento y demandas de los clientes minoristas también acabarán convergiendo, y con ellos las prácticas de las entidades financieras.

5. El nivel de competencia en la banca minorista en España es ya muy elevado. Es uno de los más elevados de Europa, como consecuencia de la diligencia con que los bancos se han preparado gracias, en gran parte, a la fuerte competencia que ha vivido el sistema financiero español en los últimos años. El euro no va a cambiar ese panorama, aunque sí es posible que veamos irrumpir en determinados segmentos del mercado a otros competidores no bancarios.

Por lo que respecta a la competencia transfronteriza, aumentará en determinados segmentos del negocio —banca mayorista, gestión de fondos, etc.— bien porque aparezcan en el mercado español competidores europeos no residentes, bien porque las entidades españolas bancarias y no bancarias busquen alianzas con especialistas que disponen de tecnologías eficientes y capacidades de innovación de productos.

6 y 7. A medio plazo las entidades españolas que deseen situarse entre los grandes jugadores regionales deberán buscar el aseguramiento de cuotas de mercado y posiciones competitivas en segmentos del negocio que sean capaces de generar una rentabilidad capaz de retribuir satisfactoriamente a sus accionistas. Sólo *creando valor para el accionista* será posible estar en condiciones de aprovechar las oportunidades de negocio que puede conllevar la aparición de un mercado paneuropeo.

Desde esta perspectiva, la consecución de una dimensión europea no pasa necesariamente por una única estrategia: algunos optarán por adquirir tamaño vía fusiones, otros por diversificarse geográficamente, otros por construir alianzas. En todo caso, la clave estará en mejorar la eficiencia y ser capaces de generar un valor diferencial para los accionistas y los clientes.

«No se puede generalizar sobre la dimensión más apropiada de la banca ante el euro, ya que depende de la estrategia de cada entidad»

Francisco González Rodríguez

Presidente de Argentaria

El Presidente de Argentaria, Francisco González, no está pensando en fusiones. De sus respuestas se desprende que el tamaño no es la piedra filosofal que va a permitir a todas las entidades aprovechar las ventajas de la nueva unión monetaria y defenderse de la menor protección que supone la desaparición de la barrera de la moneda nacional. «No se puede generalizar sobre la dimensión más apropiada de la banca ante el euro porque es un aspecto fuertemente condicionado por la estructura del negocio y la estrategia de cada banco.»

El Presidente de Argentaria está lógicamente concentrado en la privatización de la entidad que se va a producir próximamente. A partir de ese momento, se abre una nueva etapa y una estrategia directamente relacionada con el euro. No en vano afirma que con la aparición de la moneda única se abre una etapa clave para la configuración del sistema bancario español en las próximas décadas. Es consciente de que se va a producir una fuerte concentración en las plazas financieras y que las entidades que quieran tener un papel significativo tendrán que incrementar su presencia en ellas. Para ello cree vital una poderosa presencia en el mercado local, mientras que la mayor presencia internacional piensa que se puede lograr a través de la alianza. «Estoy seguro que va a ser una de las más tramitadas para abordar la cuestión de la presencia internacional».

Francisco González (51 años, Chantada, Lugo) es Presidente de Argentaria sólo desde hace algo más de año y medio; sin embargo, su conocimiento del mercado es profundo gracias a la carrera de agente de Cambio y Bolsa que inició a principios de los años ochenta. Licenciado en Ciencias Económicas y profesor mercantil, es el fundador y presidente de FG Inversores Bursátiles, asesor de Merrill Lynch, consejero de Mercados de Futuros Financieros, consejero de Bancoval, y miembro del comité consultivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en representación de los integrantes

de la Bolsa. Pero tal vez su aportación fundamental al sistema financiero ha sido pivotar la privatización de Argentaria y demostrar que puede sobrevivir de forma independiente.

1. Los bancos españoles están haciendo esfuerzos muy notables en la adaptación al euro. De hecho, el sector bancario es, seguramente, el que antes comenzó y más recursos está dedicando a los preparativos, en gran medida porque su actividad es la que más directamente se ve afectada por la moneda única. En lo que se refiere a la adaptación operativa, la mayor parte de las entidades parecen haber optado por un ajuste completo y temprano al euro, lo cual significa estar en condiciones de ofrecer, a partir de comienzos de 1999, toda su gama de productos y servicios en pesetas y en euros, de manera indistinta.

En cuanto a los retos estratégicos, es claro que hay conciencia de los cambios a los que debe enfrentarse el sector en su conjunto y cada entidad individualmente. Desde luego, en Argentaria, el euro es un elemento primordial en nuestros planes estratégicos. Creo que el sistema bancario español, globalmente considerado, parte de una buena situación para afrontar el cambio al euro; cuenta con una capitalización sólida y ha llevado a cabo un proceso de ajuste a un grado de competencia mucho más elevado, que ha conducido a una reducción importante de los costes. Ahora bien, creo que, como en todas las cosas, habrá diferencias entre unas y otras entidades en cuanto a la eficacia y el acierto con el que se identifiquen y resuelvan los problemas y se aprovechen las oportunidades. Por eso, yo tiendo a ver la aparición del euro como una etapa clave para la configuración del sistema bancario español en las próximas décadas.

2. La adaptación operativa al euro exige modificaciones en la mayor parte de las decenas de miles de programas informáticos que un banco utiliza. La tarea es particularmente compleja por el modelo elegido, de dualidad de denominaciones durante el período transitorio de tres años, que exige ajustes generales (que sólo serán útiles para ese período) en los programas relacionados con la banca minorista que, en general, son los más voluminosos e importantes. Otra dificultad añadida es que, para alcanzar sus metas a tiempo, los trabajos preparatorios deben desarrollarse antes de que se hayan concretado todos los detalles del proceso. Dentro de estos condicionantes generales, las áreas que van a requerir un mayor esfuerzo serán: los ajustes en los mecanismos de pagos, tanto nacionales como transfronterizos; los aspectos relativos a los mercados de deuda y de capitales; y, finalmente, las relaciones con las administraciones públicas, en los distintos niveles de éstas.

3. La integración de los mercados financieros europeos será, muy probablemente, un proceso gradual, que se iniciará con rapidez en los mercados monetarios, pero será seguramente más lento en otros mercados, como los de acciones. En este proceso tenderá a concentrarse la actividad en las principales plazas financieras, y los intermediarios más internacionalizados ganarán cuotas de negocio. Las entidades españolas que quieran tener un papel significativo en estos mercados habrán de incrementar su presencia en estas plazas y ofrecer a sus clientes un servicio más global. En mi opinión, la mayor parte de las entidades españolas tendrán que asumir una disminución en su cuota de negocio doméstico. Sin embargo, la actividad en los mercados experimentará un incremento notable, con el acceso de menos emisores y un flujo creciente y sostenido de ahorro, tanto de la propia área europea como del exterior. Un gran número de empresas que, por su tamaño o su menor sofisticación financiera, no acudían a los mercados de capitales, lo harán en el futuro. Este segmento ofrecerá excelentes oportunidades a los bancos españoles, que también podrían aprovechar sus ventajas comparativas como nexo entre el euro y los países iberoamericanos.

4. La moneda única afectará significativamente a todos los segmentos de la actividad bancaria. Los impactos se manifestarán más rápidamente en la banca de inversiones, pero no se alterarán drásticamente los parámetros competitivos en este segmento de negocio, puesto que ya ha alcanzado un grado importante de globalización. En cambio, en la banca minorista los efectos del euro emergerán con mayor lentitud, pero, a medio plazo, estimulará transformaciones mucho más radicales de los conceptos, las prácticas y los procedimientos actuales, transformaciones que no deben atribuirse en exclusiva al euro, puesto que, en el fondo, vienen impulsadas por los avances en la tecnología informática y de las telecomunicaciones.

«El euro intensificará las tendencias que ya existen hacia un aumento de la competencia y la erosión de los márgenes»

5. La banca mayorista es ya, en buena medida, una actividad sin fronteras. Con todo, la constitución del euro aumentará la competencia internacional porque igualará aún más las condiciones de concurrencia, al eliminar las ventajas residuales que las entidades residentes en cada país tienen en relación con los mercados de su moneda. En la banca minorista, la competencia bancaria ha alcanzado ya, en España, un nivel comparable, si no superior, al de los restantes países que formarán el área del euro. Por otra parte, la red de oficinas constituye, todavía, un factor clave en la captación de la cliente-

la. Por consiguiente, no espero un efecto inmediato y significativo de aumento de la competencia transfronteriza.

«Se desarrollarán nuevos competidores domésticos que podrían ser las grandes empresas de distribución comercial»

Sin embargo, el euro intensificará las tendencias que ya existen hacia el aumento de la competencia y la erosión de los márgenes. En mi opinión, esto se manifestará, inicialmente, a través de intermediarios especializados en productos concretos (tarjetas, crédito al consumo, etc.) más que por parte de bancos generalistas, y por el desarrollo de nuevos competidores domésticos, que podrían ser las grandes empresas de distribución comercial. A un plazo algo más largo, la mayor familiaridad de los clientes con las nuevas tecnologías de la comunicación y la informática acabará incrementando considerablemente la competencia transfronteriza en el mercado nacional, pero también las entidades españolas han de aspirar a extraer partido de las oportunidades que se presenten en otros países.

6. Los bancos españoles, como los de otros países europeos, afrontan un período de cambios, en el que se adivinan retos importantes, pero también oportunidades equivalentes. A mi juicio, el aspecto crucial en las estrategias de los bancos será la apuesta por la flexibilidad, la eficiencia y la calidad de servicio. Producir con un coste bajo y mejorar la satisfacción de los clientes serán las claves para prosperar en un entorno crecientemente competitivo, de márgenes reducidos y cambios en la estructura de la oferta y la demanda de productos y servicios financieros. Para ello, es indispensable un uso apropiado de la tecnología: sólo una entidad con una red comercial multicanal podrá responder a estas exigencias. Alcanzar y mantener la configuración más adecuada de esta red de distribución compleja es, posiblemente, el reto estratégico más importante en el futuro próximo. Junto con ello, es básica la consideración del factor humano: en lo organizativo, hay que cambiar hacia estructuras ágiles y descentralizadas, que favorezcan la iniciativa de las personas; habrá que dotar a éstas, por tanto, de las capacidades y la motivación necesarias para estar a la altura de estas responsabilidades. Sólo sobre estas bases cabe plantearse otros aspectos de la estrategia.

7. No se puede generalizar sobre la dimensión más apropiada de la banca ante el euro, porque es un aspecto fuertemente condicionado por la estructura del negocio y la estrategia de cada banco. En principio, la dimensión mínima apropiada en el nuevo entorno debería ser mayor que la actual, para facilitar la adaptación inicial y permitir mayores már-

genes de maniobra de cara a las transformaciones que vienen. Sin embargo, excedida esta dimensión mínima, la más adecuada será aquella que permita maximizar el valor para el accionista. A este respecto, habrá que valorar las ventajas que pueda reportar el tamaño frente a la flexibilidad requerida para hacer frente a los retos de una situación cambiante y aprovechar las oportunidades que surjan.

Es claro, con todo, que en el nuevo marco va a ser necesaria una mayor presencia internacional. Ahora bien, ésta sólo será de utilidad sobre el fundamento de una presencia poderosa en el mercado local. De hecho, ésta es la presencia básica para concertar alianzas con entidades fuertes en otros mercados, acuerdos que sean verdaderamente operativos y aporten valor a la actividad de los bancos españoles. Estoy seguro de que la vía de las alianzas va a ser una de las más tramitadas para abordar la cuestión de la presencia internacional, pero también creo que tales alianzas, para ser eficaces, habrán de ser más exigentes y cooperantes que muchas de las que hasta ahora se han concertado.

«Preveo una nueva ola de fusiones y adquisiciones en nuestro país»

Emilio Ybarra y Churruca

Presidente del Banco Bilbao Vizcaya

«El hecho de que entre los treinta mayores bancos europeos no exista ninguno español, a pesar del peso de su PIB, nos da idea de que el proceso de concentración tenderá a acentuarse en un contexto de dilución de barreras políticas». Así de claro y de rotundo es el Presidente del BBV, Emilio Ybarra, que puja con Emilio Botín para convertirse en el primer banquero del país, y es categórico al afirmar que «por ello preveo una nueva ola de fusiones y adquisiciones en nuestro país». Igualmente prevé una nueva oleada de alianzas, que en su opinión va a ser el camino más sencillo para todos aquellos bancos con peso a nivel nacional pero que no poseen una red paneuropea suficiente.

Ybarra prevé que los clientes bancarios van a demandar servicios paneuropeos, que satisfagan sus necesidades de forma regular una vez que se establezca el euro. Y para cumplir esa demanda, en su opinión sólo caben dos alternativas: «o bien la entidad se convierte en paneuropea, cosa que está al alcance de muy pocos y comporta serios riesgos económicos, o bien se integra en alguno de los clubes que ya están conformándose en este momento y de los que, como es el caso de Transeuropean Banking Services, el BBV forma parte». La estrategia del BBV parece estar clara y meridiana.

Emilio Ybarra (61 años, San Sebastián) es licenciado en Derecho y Económicas por la Universidad de Deusto y es sobre todo y ante todo un banquero. Desde 1964, en que entró a formar parte del Banco de Bilbao, ha desarrollado sus 33 años de vida profesional primero en el Bilbao y luego en el BBV. Lo ha hecho todo en la profesión, desde director de sucursal a director de personal, subdirector, miembro del consejo de administración, consejero-delegado, vicepresidente y presidente. Conoce por experiencia propia lo que es una fusión. Es a él a quien ha correspondido pilotar la fusión entre el Bilbao y el Vizcaya, integrar las dos culturas, asumir los costes, diseñar la estrategia de los mil días y ahora, cuando el Banco se encuentra en su mejor momento, se propone afrontar el reto de la desaparición de la

peseta y la transformación del mapa bancario, para lo cual está ultimando un nuevo programa de cara al año 2000.

1. En términos generales, la banca española no tiene nada que envidiar en cuanto a preparación con respecto a la situación del resto de los bancos europeos. En este campo, es preciso reconocer la buena actuación que ha llevado a cabo la AEB a través de la preparación del «Manual para la implantación operativa del euro». En dicho manual se establece una base de actuación común para todos los bancos y el resto de las entidades financieras desde un punto de vista operativo que ha tenido gran éxito y ha sido adoptado como documento base de trabajo por el resto del sector financiero y las propias autoridades económicas. Por lo que respecta al BBV, en estos momentos existen más de 320 personas encargadas de llevar adelante 166 proyectos relacionados con la puesta en marcha de la moneda. Dada la elevada carga de trabajo que implica esta actividad se ha creado una Unidad de Coordinación del Euro, encargada de coordinar las actuaciones de todas las áreas.

2. Una parte crucial del apartado operativo corresponde a la modificación y puesta a punto de las aplicaciones informáticas. En este terreno, se han recopilado ya los impactos para el 95 por 100 de los más de 32.000 programas, se han elaborado planes de trabajo para un 75 por 100 de las aplicaciones y la adaptación de los cambios masivos se encuentra prácticamente finalizada. Según las estimaciones del propio BBV, los gastos informáticos van a suponer el 52 por 100 de los costes reales del Banco y una parte importante de los costes de oportunidad, ya que una elevada proporción de nuestros recursos internos en informática van a estar dedicados durante este año al tema euro. En este campo, tal vez lo más costoso sean los cambios funcionales que afectan a procesos y circuitos ya que, a diferencia de los genéricos (decimales, fecha de año, etc.) son difícilmente subcontratables y requieren un esfuerzo de análisis superior.

3. Los mercados de capitales y monetarios son los que primero y más radicalmente van a sufrir las consecuencias de la unión monetaria. Creo que en los mercados monetarios asistiremos a una rápida integración de los mismos. La instrumentación de una política monetaria única y la creación de sistemas de pagos (TARGET) transfronterizos en tiempo real van a permitir la formación en tipos de interés homogéneos a lo largo de toda Europa, propiciados por una intensa actividad de arbitraje. Los mercados de deuda pública tenderán a consolidarse en la medida en que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento obligue a las administraciones públicas a diseñar políticas presupuestarias estrictas. Los mercados

de futuros se van a ver muy afectados. Al existir una curva de tipos de interés muy similar por toda Europa (igual en el corto plazo y en el largo sólo con diferenciales muy reducidos debido al diferente riesgo de crédito de las emisiones públicas) desaparecerán un gran número de tipo de contratos. La veintena que existe actualmente se reducirá a dos o tres. En este contexto cabe esperar una concentración de la operatoria en las plazas más competitivas, pero también es posible que se mantenga la actual fragmentación de mercados si se logran plataformas unitarias de negociación merced a alianzas entre ellos tal y como la que acaba de firmarse entre DTB, MATIF y Soffex. Los mercados de renta variable, que comenzarán a operar en euros desde el 1 de enero de 1999, tardarán más en integrarse. Es posible también que surjan mercados de *junk bonds* y, en general, aumentará el proceso de titulización. Los mercados adquirirán un mayor protagonismo como fuente de financiación.

«El hecho de que entre los 30 mayores bancos europeos no exista ninguno español nos da idea de que el proceso de concentración tenderá a acentuarse»

4. A corto y medio plazo los segmentos más afectados van a ser los de banca al por mayor e *investment banking*. Las grandes empresas tardarán poco en intentar beneficiarse de las ventajas que permita la UEM. Habrá una tendencia general hacia la concentración de la gestión de su tesorería, aumentarán las emisiones de renta fija privada, y, en general aumentará la competencia y se reducirán las comisiones. El desarrollo de los mercados va a traducirse en un aumento de la actividad en el negocio de banca de inversiones. De esta manera, es posible que lo que los bancos pierdan por desintermediación lo ganen por comisiones a través de actividades como el aseguramiento, el diseño y la colocación de emisiones o la financiación estructurada, así como la actividad de asesoramiento en el terreno de las fusiones y adquisiciones. La banca al por menor, en un principio, va a verse menos afectada por la competencia; sin embargo, es posible que efectos indirectos derivados del establecimiento de un escenario de tipos de interés reducidos y estables tenga consecuencias incluso más importantes sobre sus márgenes. Igualmente, la consideración del euro como moneda doméstica en toda la UEM diluirá la ventaja competitiva de las entidades extranjeras con dificultades para financiarse mediante depósitos. Es posible también que la UEM sea aprovechada por los especialistas monoproducción. Todo ello va a traducirse en un exceso de oferta crediticia en el mercado. En este sentido, es preciso tener presente que nos encontramos en un momento de gran bonanza económica y es necesario ser prudentes a la hora de conceder créditos y de asignar primas de riesgo, ya

que un cambio en la tendencia del ciclo podría deparar sorpresas desagradables en la evolución de la morosidad y de los márgenes.

«Los mercados adquirirán un mayor protagonismo como fuente de financiación»

5. A corto plazo habrá un aumento de la competencia dentro de nuestro país. El actual estrechamiento de márgenes obliga a un incremento del negocio con el fin de evitar su reducción en términos absolutos. Sin embargo, no creo que a corto se produzca un aumento significativo de la competencia extranjera (especialmente de la transnacional) en el terreno de banca al por menor (en banca al por mayor la situación es diferente). Todavía pesarán mucho los factores culturales, la valoración que dan los clientes a la proximidad física de las sucursales, así como la utilización de las «cláusulas de interés» general, las trabas burocráticas (por ejemplo, en el terreno hipotecario), etc. Esta situación va a determinar un esfuerzo armonizador de las prácticas comerciales por parte de la Comisión. En este sentido, es posible que a largo plazo, y a medida que se banalice la utilización de las nuevas tecnologías, la competencia transnacional aumente significativamente.

6. El estrechamiento de los márgenes financieros y de explotación van a exigir un mejor control de costes y un mayor volumen de recursos gestionados con el fin de continuar extrayendo los beneficios suficientes como para satisfacer el coste de capital exigido por el mercado. Otros bancos, como el BBV, a la vista del proceso acelerado de maduración de nuestra actividad tradicional, hemos buscado una diversificación geográfica en mercados mucho menos maduros, como Latinoamérica, sobre los que podemos aplicar nuestra experiencia y sobre los que poseemos ventajas competitivas. Igualmente, hemos llevado a cabo una diversificación funcional de posicionamiento decididamente en el sector de seguros y construyendo una cartera de participaciones no financieras que gestionada bajo unos determinados criterios nos ha permitido construir otra fuente de ingresos alternativa a la de mera intermediación.

7. El hecho de que entre los treinta mayores bancos europeos no exista ninguno español, a pesar del peso de su PIB, nos da idea de que el proceso de concentración tenderá a acentuarse en un contexto de dilución de barreras políticas. Por ello preveo una nueva ola de fusiones y adquisiciones en nuestro país. Igualmente, volverá a haber una nueva ola de alianzas (en gran medida ha comenzado ya), pues esto va a ser el camino más sencillo para todos aquellos bancos con peso a nivel regional, pero que no poseen una red paneuropea suficiente. Dado el aumento del comercio y de las rela-

ciones económicas que va a tener lugar con motivo de la moneda única (merced a la desaparición del riesgo de tipo de cambio), cabe prever que los clientes bancarios demanden servicios paneuropeos que satisfagan su necesidad de operar en varios países de forma regular. Para cumplir con esa demanda sólo caben dos alternativas: o bien la entidad se convierte en paneuropea, cosa que está al alcance de muy pocas y comporta serios riesgos económicos, o bien se integra en alguno de los clubes que ya se están conformando en este momento y de los que, como es el caso de Transeuropean Banking Services, el BBV forma parte.