

Estado miembro e influirá de manera importante en la actividad de las entidades gestoras y de los depositarios. Para las primeras, supondrá, por un lado, un cambio en el estilo de gestión que han estado desarrollando hasta el momento, tendiendo, probablemente, a una progresiva integración entre IIC y aumentando, en este caso, la dimensión media de los fondos europeos, que en estos momentos son demasiado pequeños respecto a los americanos. Asimismo, podrá producirse un progresivo acceso a nuevos mercados, debido a que se ampliarán considerablemente las posibilidades de inversión del activo y, por otro lado, se incrementarán las posibilidades de delegación de la gestión en terceros. Para los depositarios supondrá, en la práctica, la posibilidad de usar el recurso de los subcustodios con mayor frecuencia.

La posibilidad de que los fondos de inversión inviertan en participaciones de otras IIC de carácter abierto, sean OICVM armonizados o no, permitirá una mayor diversificación de las carteras y la posibilidad por parte de los inversores de acceder a los mejores productos de otras entidades de inversión colectiva.

Otra implicación importante puede venir por los menores costes de gestión derivados de que se aprovecharán las economías de escala, ya que un fondo podrá agrupar el patrimonio y la gestión de varios fondos subordinados, lo cual debería traducirse en menores comisiones para el partícipe. De este modo, previsiblemente, se evitarán las ineficiencias que supone para las grandes gestoras mantener diferentes carteras, con objetivos de inversión comunes, y facilitará la venta de la gestión por parte de las gestoras a otras entidades más pequeñas o con menores posibilidades de diversificación.

Por último, las IIC que repliquen índices de renta variable o de renta fija permitirán a los inversores participar en la evolución de cualquier mercado a bajo coste.

En general, este conjunto de modificaciones permitirá un mayor abanico de opciones de rentabilidad-riesgo para el ahorrador final.

PILAR VALIENTE CALVO

Presidenta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

1. Existen buenas razones para desear que el proceso de integración de los mercados de capitales en

Europa avance con rapidez. La integración de los mercados de capitales europeos es claramente beneficiosa para los inversores y los demandantes de fondos porque reduce o elimina las barreras de acceso a otros mercados nacionales y amplía, por tanto, sus posibilidades de elección. La integración estimula, asimismo, la competencia entre los proveedores de servicios que intervienen en las distintas fases del proceso de compraventa, generando una presión a la baja sobre los costes que soportan los usuarios y mayores incentivos para la innovación financiera. También tiene efectos beneficiosos sobre la economía europea en su conjunto, puesto que facilita la canalización de los recursos financieros hacia los sectores más productivos.

La introducción del euro ha sido muy positiva para la integración de los mercados europeos. Gracias a la eliminación del tipo de cambio, ha aumentado el grado de sustituibilidad de los distintos tipos de instrumentos financieros denominados en las monedas afectadas. Este efecto ha tenido diversa intensidad entre los activos financieros, pero las estrategias inversoras ahora tienen una perspectiva más europea que antes. A su vez, este cambio facilita que las empresas, sobre todo las de mayor tamaño, capten recursos a escala europea. El euro también ha propiciado nuevas oportunidades de negocio para los proveedores de servicios, incluidos los mercados organizados, cuyo aprovechamiento se realizará en un contexto más exigente desde el punto de vista de la competencia.

El progreso inducido por el euro se ha producido, en gran medida, gracias a un esfuerzo armonizador previo de la regulación a través de las directivas de la Unión Europea: pasaporte comunitario de las empresas de servicios inversión y de los bancos, reglas prudenciales, normas mínimas de transparencia de los mercados organizados, información al mercado de los emisores, etcétera. Este esfuerzo era imprescindible para eliminar barreras regulatorias, establecer reglas de juego neutrales para los proveedores de servicios financieros y garantizar niveles de transparencia, protección al inversor y seguridad adecuados.

A pesar de los avances logrados, el mercado europeo aún está fragmentado. Se pueden mencionar diversas razones, como la insuficiente armonización de la regulación, problemas de interpretación de las normas armonizadas, ausencia de mecanismos apropiados para dirimir diferencias en las operaciones transfronterizas, diferencias en las leyes mercantiles y societarias, tratamiento fiscal, diferencias culturales,

etcétera. Estos problemas generan sobrecostes e incertidumbres que impiden aprovechar todos los beneficios potenciales del proceso de integración a los inversores y las empresas europeas. Asimismo, interfieren en el necesario proceso de reestructuración de la industria europea de valores, retrasándolo y provocando distorsiones.

La Unión Europea ha reconocido la necesidad de acelerar el proceso de integración y tiene actualmente en marcha el Plan de Acción de Servicios Financieros, con el horizonte del año 2005, para alcanzar objetivos prioritarios en este campo. El primer informe del Comité de Sabios, constituido a iniciativa del Ecofin para estudiar los problemas de la integración desde la perspectiva regulatoria, sugiere la conveniencia de adelantar la fecha prevista en algunos objetivos al año 2004, e incluso al 2003. En cualquier caso, parece existir una generalizada convicción sobre la necesidad de actuar de forma decidida y urgente sobre las principales fuentes de fragmentación.

2. La regulación tiene un impacto directo en la configuración de los mercados de capitales. Por una parte, contribuye de forma decisiva a determinar la percepción de los inversores sobre la calidad del mercado en aspectos esenciales, como el grado de transparencia, la integridad de las conductas, la eficiencia y la seguridad. Por otra, genera costes para los emisores y los proveedores de servicios financieros que pueden tener impacto sobre volúmenes, tipos y decisiones de localización de actividad. Para que la integración de los mercados europeos progrese con rapidez, sin distorsiones competitivas y con el máximo aprovechamiento de su potencial por la economía europea, es necesario que la regulación mantenga un equilibrio adecuado entre ambos tipos de impacto. Además, es necesario que sea ágil y flexible, para ajustarse con rapidez a los cambios constantes que se producen en los mercados.

El actual sistema europeo de regulación se basa en los principios de armonización mínima, reconocimiento mutuo y cooperación. Bajo este marco regulatorio, se han logrado avances importantes, pero los desarrollos recientes de los mercados de valores ponen de manifiesto cuestiones que requieren una rápida respuesta y que se resumen, fundamentalmente, en una insuficiente cobertura de las normas armonizadoras, en diferencias interpretativas a la hora de aplicar éstas y en una coordinación insuficiente de las autoridades nacionales de supervisión. También existe una generalizada percepción, recogida por el Comité de Sabios en su primer informe, de que el marco regulatorio europeo no reacciona con la ra-

pidez adecuada ante la velocidad de los cambios que se producen en los mercados.

Entre las áreas que el Comité de Sabios considera que están insuficientemente cubiertas por las normas armonizadoras cabe citar, por su importancia, la regulación de las ofertas públicas de adquisición, la normalización contable en la información económico-financiera de los emisores, las normas de conducta, y la definición y el tratamiento del abuso de mercado. Las normas comunes deben extenderse, también, a las nuevas realidades propiciadas por internet y las tecnologías de la comunicación, como los denominados sistemas de negociación alternativos y, en general, la prestación de servicios de inversión y gestión de activos financieros por vía electrónica. Es, asimismo, imprescindible realizar un esfuerzo para acotar las diferencias en la aplicación de las normas comunes. Así, por ejemplo, es necesario que el principio de reconocimiento mutuo de los folletos proporcione un efectivo pasaporte comunitario para los emisores, que les facilite la captación de recursos a escala comunitaria y garantice una adecuada información a los inversores.

La Unión Europea ya ha asumido la mayoría de estos puntos como objetivos prioritarios dentro del Plan de Acción de Servicios Financieros. Debe destacarse que algunas de las propuestas del Plan descansan en aportaciones previas de los organismos nacionales de supervisión, que desarrollan un esfuerzo de reflexión conjunta y formulación de propuestas en el que participa activamente la CNMV. La eficacia del sistema de supervisión europeo depende crucialmente de que exista una efectiva voluntad de cooperación entre las agencias nacionales.

Los estados miembros y la Comisión Europea deben actuar de manera decidida para desbloquear los asuntos pendientes y solucionar los problemas de aplicación de las directivas y coordinación de los supervisores. Una propuesta es la del Comité de Sabios, que implica un marco regulatorio completamente distinto al actual. En síntesis, el Comité propone sustituir las directivas y la legislación nacional por una regulación comunitaria centralizada. Para agilizar el proceso regulador, el Comité sugiere que la regulación se elabore a dos niveles: en el máximo nivel (Consejo, Parlamento) los principios, y en un nivel técnico (un Comité de Valores, apoyado por un Comité de Reguladores) las normas de aplicación. Esta propuesta mantiene una estructura descentralizada, de base nacional, de la supervisión, aunque solicita su simplificación y un mayor control de su actuación a escala comunitaria.

Las propuestas del Comité de Sabios merecen una reflexión serena y podrían ser matizadas; durante los próximos meses, tendremos ocasión de discutir sobre ellas con argumentos más elaborados. No obstante, conviene señalar que la lentitud del proceso de toma de decisiones en la regulación de los mercados de capitales europeos no surge sólo del procedimiento actual. Existen posiciones divergentes en el fondo de muchos asuntos, y estas divergencias se trasladarían, sin duda, al Comité de Valores que, en la propuesta del Comité de Sabios, estaría integrado por representantes de la Comisión y de los estados miembros. Así pues, con independencia de que se considere la posibilidad de simplificar el actual marco regulatorio, será imprescindible que los estados miembros hagan un esfuerzo para dirimir sus diferencias y adoptar posiciones comunes.

3. El avance tecnológico, que permite la negociación a distancia, y la introducción del euro, por su impacto sobre las operaciones transfronterizas, suponen ahora un serio desafío a los mercados internos. El proceso de integración en los mercados europeos de capitales ha generado una respuesta de la industria de valores para adaptarse a un contexto más competitivo. Los movimientos de fusión o alianza que se producen entre las bolsas de valores forman parte de ese proceso de reestructuración.

Tanto las fusiones entre mercados como la creación de plataformas comunes de negociación son procesos complicados, ya que requieren un acuerdo en aspectos numerosos y de muy variada naturaleza: elección de la tecnología aplicable, normas de contratación, sistema de compensación y liquidación de las operaciones, estructura de la propiedad del nuevo mercado, localización de las sedes, autoridad nacional competente en materia de regulación, etc. La dificultad de alcanzar acuerdos aumenta con el número de participantes por la diversidad de sus características técnicas y de los intereses que se pretende salvaguardar.

Estas dificultades condicionan claramente la posibilidad de establecer una única Bolsa de carácter pan-europeo a medio plazo, y confieren una mayor probabilidad de éxito a las alianzas y fusiones con un número relativamente reducido de participantes, por lo menos en su fase inicial. Un buen ejemplo de ello fue el intento de crear una plataforma común de negociación para los valores de mayor liquidez por parte de ocho grandes bolsas: Londres, Francfort, París, Amsterdam, Bruselas, Zurich, Milán y Madrid. Los primeros contactos se iniciaron en 1998, pero el proyecto perdió vitalidad ante otras iniciativas de alcance

más limitado promovidas por algunos de sus participantes: el fallido proyecto iX (bolsas de Londres y Francfort), el ya consolidado de Euronext (bolsas francesa, holandesa y belga) y el reciente acuerdo de la Bolsa suiza y el mercado inglés Tradepoint. En el área nórdica, las bolsas sueca, danesa, noruega e islandesa han puesto en marcha Norex, una plataforma de negociación común.

Así pues, la tendencia actual apunta hacia un número relativamente reducido de grandes bolsas que competirán entre sí y con los sistemas de negociación alternativos basados en internet. La presión hacia la concentración y hacia una orientación más europea de los servicios de las bolsas seguirá siendo intensa, por lo que cabe esperar nuevos movimientos estratégicos en el futuro.

Las bolsas españolas también están participando en los distintos movimientos que se producen, aunque todavía no han tomado una decisión al respecto. Con independencia de cuál sea ésta, es muy favorable que continúen sus proyectos de ampliar y mejorar sus servicios. Recientemente se han dado pasos importantes en esta dirección, como la creación de Latibex, el mercado en euros para valores iberoamericanos, y del Nuevo Mercado, un segmento del mercado continuo para valores de alto crecimiento. Estas iniciativas añaden valor a las bolsas españolas y las sitúan en mejores condiciones para competir en el escenario europeo.

4. Internet ofrece importantes ventajas para los inversores, por su potencial para reducir costes de información y ejecución de órdenes, y operar en tiempo real. También puede ser un vehículo de gran interés para las empresas, por su potencial para apelar directamente al público en las operaciones de financiación y reducir los costes de colocación. Estas posibilidades hacen previsible un fuerte aumento de la actividad en valores a través de internet y un aumento, también, de la competencia entre los proveedores de servicios financieros, incluidos los proveedores de servicios de negociación.

Por sus características, la red favorece la participación de los pequeños inversores en los mercados de valores, en condiciones que, hasta hace poco, sólo estaban reservadas a los inversores profesionales. Los proveedores de servicios tienen ante sí la posibilidad de explotar nuevas oportunidades, como el corretaje electrónico, el asesoramiento, la comercialización de productos de inversión colectiva o la provisión de servicios de negociación alternativos a los mercados tradicionales. Estos sistemas han tenido un éxito

notable en Estados Unidos, pero en Europa se hallan todavía en una fase incipiente; su implantación dependerá, en gran medida, de la capacidad de reacción de los mercados tradicionales para adaptarse a los cambios tecnológicos y a los nuevos patrones de comportamiento de los inversores, sobre todo en lo que se refiere a las estrategias de diversificación internacional. No en vano, uno de los servicios más atractivos de los nuevos sistemas alternativos es la posibilidad de negociar valores cotizados en distintos mercados nacionales a través de una sola pantalla.

Internet supone un reto para los reguladores y las agencias de supervisión. Sus beneficios potenciales sobre la actividad financiera sólo se alcanzarán plenamente, y serán duraderos, si se garantizan reglas de juego justas y el medio merece la confianza de los participantes.

Desde el punto de vista de la regulación, internet plantea diversas cuestiones, de las cuales destacan especialmente tres. La primera se refiere a la oferta de servicios por entidades no autorizadas y a la persecución de sus proveedores. La cooperación entre los supervisores es esencial para erradicar estas actividades y evitar que internet se convierta en un canal que facilite su difusión. El segundo tema es la necesidad de clarificar las competencias en materia de regulación, supervisión y reclamaciones de los servicios a través de internet en la Unión Europea, donde todavía existen importantes diferencias en el grado de protección al inversor concedido por las distintas regulaciones nacionales. Dado que internet permite que los servicios se ofrezcan a distancia, es necesario establecer un marco internacional más armonizado en la regulación y más eficaz en la acción supervisora. En tercer lugar, el acceso a los servicios proporcionados por las entidades de valores directamente por parte del público en general plantea la necesidad de que los reguladores realcen la importancia de la formación de los ahorradores como una vía de contribuir a la protección de los inversores en un marco de libertad de decisión. Los pequeños ahorradores deben ser conscientes de los riesgos que toman con sus decisiones, especialmente cuando invierten directamente en mercados caracterizados por su volatilidad o donde la presencia de inversores especialistas puede aumentar la incertidumbre de su inversión.

5. La creación de los "nuevos mercados" responde a un doble objetivo. Por una parte se pretende facilitar la creación de empresas en sectores con alto potencial de crecimiento y su financiación a través de los mercados de capitales. Por otra, se pretende establecer un sistema de negociación específico que tenga en

cuenta las características de las compañías admitidas a cotización. Por lo general, las compañías que cotizan en los "nuevos mercados" carecen de historial y desarrollan su actividad en sectores relativamente novedosos. Su valoración está sujeta a dosis de incertidumbre muy elevadas y, una vez incorporadas a los listados de cotización, sus precios presentan una volatilidad considerablemente más alta, en promedio, que los sectores tradicionales.

Tras un crecimiento espectacular de los precios durante 1999 y los primeros meses del año 2000, los "nuevos mercados" están atravesando por una situación claramente bajista tanto en Europa como en Estados Unidos. Los inversores están corrigiendo, probablemente, unas valoraciones demasiado optimistas que, por otra parte, no eran privativas de las empresas de la "nueva economía", sino que también afectaban a empresas cotizadas en los mercados tradicionales. Además, hay que tener en cuenta que, tal y como apuntan los indicadores de coyuntura, se está produciendo una cierta desaceleración del crecimiento económico general y que, en este contexto, se están revisando las previsiones formuladas por las empresas.

La situación actual de los "nuevos mercados" refleja un movimiento de racionalización que, aunque puede causar desasosiego a corto plazo, hará a los inversores más conscientes de las características de este sector bursátil. A medio y largo plazo, el futuro de estos mercados depende de la disposición de los inversores a diversificar sus carteras e incluir en ellas una proporción suficiente de activos de riesgo. En este sentido, sus perspectivas son positivas en Europa y en España, donde se ha experimentado un notable avance de la renta variable. El actual proceso de corrección de las cotizaciones puede ayudar a que estos mercados maduren y permitir que en el futuro sigan facilitando la financiación de nuevos proyectos empresariales.

6. Los *blue chips* –es decir, los valores emitidos por las grandes empresas– son los que concentran en mayor medida la atención de los inversores en el nuevo escenario europeo. Una razón de ello es el elevado peso de los inversores institucionales en la inversión pan-europea. Estos inversores realizan operaciones de gran volumen con una frecuencia elevada, por lo que necesitan disponer de valores que cuenten con una liquidez adecuada. No es, pues, extraño que los índices pan-europeos estén integrados, principalmente, por este tipo de valores, ni que las alianzas entre bolsas ya consolidadas (Euronext y Norex, principalmente) les hayan dedicado una atención preferente.

Así pues, es probable que los valores emitidos por empresas de tamaño medio sigan negociándose en un entorno doméstico. Sin embargo, no debe inferirse necesariamente de ello que la situación de estos valores vaya a empeorar. Por el contrario, cabe esperar que las empresas medianas cotizadas en las bolsas se beneficien también del crecimiento general de los flujos de financiación inducidos por el proceso de integración europeo y por la consolidación de una predisposición más favorable al riesgo por parte de los inversores.

En cuanto a las posibilidades de financiación de las empresas españolas en los mercados internacionales, conviene recordar que durante los dos últimos años algunas grandes empresas han realizado operaciones de volumen muy elevado, sobre todo en el ámbito de la renta variable (ampliaciones de capital y salidas a Bolsa). Algunas de estas operaciones se han situado entre las de mayor cuantía en Europa.

Para que las empresas españolas, y en general las europeas, puedan aprovechar mejor las oportunidades de financiación que ofrece el nuevo marco europeo sería conveniente, como ya se ha indicado, avanzar en algunos aspectos de la regulación insuficientemente armonizados, como el reconocimiento mutuo de folletos o las normas contables.

7. La creación del mercado único de fondos de inversión debe facilitar una política de inversiones más global y diversificada, con un menor coste de acceso a los valores internacionales. Se trata, por lo tanto, de un proceso que estimularía la competencia entre las gestoras y beneficiaría claramente a los inversores.

Desde el punto de vista de la regulación, el mercado único exigirá una efectiva cooperación entre las agencias de supervisión para garantizar la protección de los inversores. La distribución comercial de productos a través de internet debe merecer una atención especial. Asimismo, sería deseable que se avanzase en la armonización del tratamiento fiscal de los productos de inversión colectiva, que tiene una gran incidencia en las decisiones de los inversores y constituye una fuente potencial de distorsión de la competencia.

ANTONIO J. ZOIDO

Presidente de la Bolsa de Madrid

1. En los últimos diez años los mercados de capitales europeos, y en particular las Bolsas, se han de-

sarrollado con gran rapidez. En el principio de la década de los noventa los mercados de deuda tuvieron la primacía, pero las reducciones de los déficit de los estados europeos, y el consiguiente descenso de los tipos de interés, impulsó extraordinariamente los mercados de acciones, que se habían adaptado muy bien a las necesidades del teleproceso y han creado sistemas ágiles de liquidación.

Gracias a esta situación, las transacciones internacionales adquirieron una enorme importancia, fundamentalmente a través de inversores institucionales. Esta circunstancia ha integrado más de lo que se piensa los mercados europeos.

2. Hay tres o cuatro niveles de armonización: la contratación, la liquidación y transmisión de la propiedad de las acciones, las normas de los mercados y los sistemas fiscales y de Código de Comercio. Algunas se pueden conseguir de una manera más sencilla que las que suponen cambios más profundos. El informe de los sabios (Informe Lamfalussy), cuya primera redacción ya ha sido presentada, insiste mucho en los procedimientos legislativos que ahorren tiempo.

3. Parece inevitable una concentración de bolsas en Europa, aunque no tiene por qué ser una sola Bolsa.

4. Internet es un gran apoyo para mejorar la productividad de los servicios y, por tanto, también para mejorar los costes de los servicios de inversión. Los sistemas de contratación, liquidación e información que estén adaptados a las tecnologías de la teleinformática se benefician del desarrollo de internet. Sólo corren riesgo de que internet sea una competencia aquellos sistemas que no estén ya informatizados.

5. Las empresas innovadoras son las que introducen el progreso tecnológico en la vida diaria y hacen avanzar la economía y el bienestar. La misión de los llamados "nuevos mercados" es facilitar financiación a esas empresas cuando lo necesitan para su desarrollo, que, por el bien de todos, debe ser lo más rápido posible. El fallo en los pronósticos sobre algunas de esas empresas es consustancial con su naturaleza, pero eso no quiere decir que vaya a detenerse esta actividad, ni tampoco que muchas de las inversiones en estas empresas hayan sido y sean extraordinariamente rentables.

6. Es prematuro decir de qué manera se integrarán las bolsas, pero es más que probable que, de una u