

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

otra manera, todos los valores, no sólo los *blue-chips* acaben cotizándose de manera integrada.

Las empresas españolas están financiándose en los mercados con gran eficacia. No veo por qué no va a continuar siendo así.

7. Un mercado único de fondos de inversión es una ventaja para los costes del sector y para los inversores, que se beneficiarán de una mayor competencia efectiva entre fondos de mayor dimensión.

## JOAN HORTALÁ I ARAU

*Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Barcelona, S.A.*

1. Si bien la tendencia hacia la integración de los mercados parece tener un carácter irreversible, el proceso para su consecución es complejo. Esta complejidad se ha puesto de manifiesto en la aparición de proyectos alternativos (Alianza Europea, Euronext, iX-International Exchanges, etc.) que, a la luz de los acontecimientos posteriores, permitirían afirmar que, en la construcción de un mercado bursátil europeo, queda un largo camino por recorrer.

2. Como ya se ha indicado, la constitución de un mercado de capitales europeo es un proceso complejo no sólo por la inexistencia de un marco legal que atribuya poderes constituyentes a nivel de cada Estado, y por las rivalidades y protagonismos entre los propios mercados actuales, sino también por las diferencias en las estructuras de negociación, liquidación, supervisión y organización de cada uno de ellos. En este contexto, la exportación a Europa, con las adaptaciones necesarias, de una solución de interconexión como la de las bolsas españolas ayudaría a suavizar esas dificultades, sin perjuicio de que se procediera a la armonización de aspectos básicos, como es el del denominado modelo de mercado (normas de contratación) que, por otra parte, está prácticamente ya finalizado e implantado en los países firmantes de la Alianza Europea de Bolsas.

3. De hecho, en mayo de 1999 ya se firmó, entre las bolsas de ocho países (Holanda, Bélgica, Gran Bretaña, España, Alemania, Italia, Suiza y Francia) un acuerdo, denominado de la Alianza Europea, para la creación de un mercado de valores paneuropeo, si bien con posterioridad han surgido plataformas alternativas. En este contexto, a medio plazo, resulta más plausible el establecimiento de plataformas/bolsas su-

pranacionales que la creación de una Bolsa común en el sentido convencional del término.

4. El acercamiento de los inversores a la información bursátil y la mayor facilidad de acceso a la operatoria de los mercados que permite internet debe ser evaluado positivamente y constituye una de las bases de crecimiento del mercado bursátil español, como lo ha venido siendo en EE.UU. y, más recientemente, en Europa. Los mercados de valores europeos se están adecuando a la creciente negociación a través de internet, tanto desde el punto de vista tecnológico como desde el de la ampliación de los horarios de contratación.

5. Tras una fase de cierta sobrevaloración, debida fundamentalmente a una oferta relativamente estrecha en relación con una elevada demanda, presionada, además, por tratarse de un sector de moda, se está produciendo un proceso de ajuste y de limpieza; en definitiva, de separar el grano de la paja. En este sentido, y en la medida en que hay una demanda probada e importante de productos tecnológicos, las empresas eficientes continuarán teniendo una elevada expectativa de beneficios y, en consecuencia, de cotizaciones al alza.

6. En los mercados electrónicos, como por ejemplo el español, las bolsas se configuran como puertas de acceso al mercado global y centros de servicios financieros para sus miembros: los inversores y los emisores. En la perspectiva de una integración bursátil para los principales valores europeos (*blue chips*) las bolsas, con independencia de su tamaño, jugarían un papel similar, residiendo además en ellas, la contratación de los valores no integrados en el mercado global y los de nuevas compañías que acuden al mercado de capitales en busca de financiación. Por su parte, las grandes compañías españolas integradas en el futuro mercado global verían aumentadas sus posibilidades de financiación al acceder a un mercado de capitales más amplio, ya sea de carácter europeo o internacional.

7. Los distintos proyectos de mercado único europeo a los que antes se ha hecho referencia contemplan la negociación en éste de los valores de mayor capitalización de los países que lo integran, los denominados *blue chips*. En ese nuevo marco de actuación, las instituciones de inversión colectiva, y en concreto los fondos de inversión, canalizadores de buena parte del ahorro de los particulares, verían favorecidas sus posibilidades de inversión y diversificación, al disponer de un mercado más amplio y profundo como el que previsiblemente se configurará en torno a los *blue chips* europeos.